MERCADO DE CAPITAIS E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO

Luiz Sergio Coelho de Sampaio

IBMEC
INSTITUTO BRASILEIRO DE MERCADO DE CAPITAIS
SEMINÁRIO INTERNACIONAL SÔBRE MERCADO DE CAPITAIS E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO
RIO DE JANEIRO - SETEMBRO 1971

A execução dêste trabalho contou, em suas diversas fases de elaboração, com a colaboração dos seguintes membros da equipe técnica do IBMEC:

JOÃO REGIS RICARDO DOS SANTOS
PLÍNIO THARCISO DE MELLO SENRA
RONALDO DE ALMEIDA NOBRE
SÉRGIO CIDADE REZENDE

ÍNDICE

1. INTRODUÇÃO

1.1. Objetivos do Presente Trabalho

Nosso objetivo, no presente trabalho, está muito longe de haver pretendido uma elocubração teórica, um enfoque acadêmico.

Procuramos, decisivamente, penetrar tôda a problemática que o tema envolve, com o objetivo nìtidamente definido de buscar um caminho prático, algo assim que possa levar à ação. Foi nessa linha que tentamos.

Seguros estamos de nada havermos situado como definitivo. Tentamos, e tentaremos sempre.

Mas num aspecto apenas entendemos que há posição definitiva: é necessário escolher-se um ponto de vista, para dar sentido a tudo o mais. Sem isto, ficar-se-á perdido irremediàvelmente.

Então, para nós, nesse trabalho, o ponto de vista fica definido, desde já, claramente: o de govêrno.

1.2. Estrutura de Trabalho

O trabalho divide-se, essencialmente, em três partes. Na parte inicial (Capítulo II) são feitas apreciações metodológicas acêrca de algumas categorias básicas e as articulações elementares destas categorias que visam a proporcionar, de um lado, uma visão mais objetiva da articulação do sistema financeiro com o sistema econômico real; de outro, permite definir com clareza os modos de ações possíveis do govêrno na consecução de seus objetivos políticos e estratégicos, neste último se enquadradando a modificação das estruturas financeiras vigentes.

Na parte seguinte (Capítulo III) é abordada a problemática geral dos países subdesenvolvidos, explicitando para cada um dos objetivos de govêrno, o arsenal de modos de ação que, em tese, podem dispor, enfatizando os instrumentos de natureza financeira. Terminando o capítulo procede-se a uma explicitação do papel que o Mercado de Capitais em princípio, poderá desempenhar numa estratégia global de desenvolvimento dêstes países.

Na última parte (Capítulo IV) trataremos da estratégia brasileira para desenvolvimento do Mercado de Capitais, seguindo-se um balanço dos resultados até aqui alcançados e, finalizando com uma tentativa de generalizações, positivas e negativas, que se podem fazer até o momento sôbre a experiência brasileira neste campo.

2. CONSIDERAÇÕES METODOLÓGICAS

Mais do que em qualquer outro ramo da Ciência Econômica, um trabalho que envolva aspectos financeiros deve ser precedido de uma explicitação metodológica relativa às categorias básicas e a seus modos elementares de interrelação.

Parece-nos que neste campo ainda não se dissipou, por inteiro, o "Véu Monetário" aludido por KEYNES, e que valeria a pena generalizar, como "Véu Financeiro".

Inicialmente, abordaremos alguns aspectos metodológicos gerais, seguindo-se uma fixação de conceitos especìficamente financeiros.

2.1. Aspectos Metodológicos Gerais

Consideraremos, sequancialmente, algumas categorias comportamentais, os conceitos de equilíbrio geral e, finalizando, introduziremos os conceitos de regulação automática e corretiva.

2.1.1. Crítica à Escolha de Algumas Categorias Comportamentais

Essas críticas podem ser divididas em dois grupos, a saber:

a) as teorias que pressupõem a racionalidade dos agentes baseados em condutas otimizantes (busca de rendimento máximo) e por fim descrevem o curso do processo econômico como uma trajetória de equilíbrios não raro são insuficientes para interpretar a realidade histórica dos processos de economias globais.

Embora qualquer estrutura sócio-econômica pressuponha um mínimo de consenso tal não basta para justificar a aplicação das categorias aludidas

Deve-se lembrar que existe uma multiplicidade de pólos de decisão, nem todos do mesmo nível, agindo com informações incompletas e cometendo, às vêzes, erros de avaliação, que embora possam procurar maximizar alguma função de utilidade, ainda assim, o fazem em horizontes temporais diferentes, o que torna insubsistente uma análise macroeconômica em têrmos de "deslocamento de equilíbrios". Deve-se compreender o desenrolar histórico em têrmos de confronto de estratégias, explicitando opções, erros de estratégia e de avaliação, caracterizando uma trajetória de desequilíbrios mais ou menos estabilizada. Esta concepção nos conduz a dois problemas fundamentais.

O primeiro é o da escolha do ponto de vista, que deve ser o de um dos pólos de decisão. Tendo em vista nossa intenção, como se verá, de estabelecer algumas prescrições normativas, é necessária a eleição prévia de um ponto de referência que para nós será, de um modo geral, o da tecnocracia governamental. Êsse procedimento implica no reconhecimento do govêrno como pólo decisório, não coincidindo exatamente com os podêres econômicos. Êstes constituem outros pólos de decisão que só excepcionalmente poderiam ser coincidentes com o govêrno. E esta não coincidência, de fato, oferece uma abertura para a ação burocrática consciente. Está implícito: ação limitada; ação contestada; ação neutralizada; etc, por fim, ação condicionada à necessidade de autosustentação da própria equide de govêrno. O segundo, refere-se à contraposição dialética entre as condutas otimizantes e as condutas satisfazantes. A consideração de que a conduta dos agentes econômicos sempre se estabelece visando a resultados otimizantes, dificulta a compreensão dos processos de crise. Obrigatòriamente o pesquisador é levado a introduzir o esquema de rupturas estruturais atemporais.

Uma visão mais realista pode ser obtida com a introdução das categorias de condutas e situações satisfatizantes que levariam a equilíbrios satisfatórios, que os atôres econômicos ainda assim procurariam alterar, mas dentro de uma faixa de compromissos. Dêsse modo, não se considerariam como mùtuamente exclusivas as condutas satisfazantes e as condutas otimizantes.Os processos compreenderiam períodos de desajustes estruturais profundos, onde os comportamentos vi

sariam meramente à consecução de objetivos satisfazantes. Superada a fase crítica, tendo-se atingido a um compromisso satisfazante, os atôres passariam a uma conduta otimizante, procurando resguardar o nível de compromisso satisfazante;

b) embora se possa discutir uma preponderência determinista das estruturas econômicas, muitas condutas, em determinado momento, são manifestamente incoerentes com as possibilidades que a estrutura econômica presente oferece a indivíduos ou a grupos econômicos. Podem ter sido adequados (ou determinados) por situação ou estruturas econômicas anteriores, mas que, em determinado momento devem ser caracterizadas como inadequadas à estrutura econômica superveniente. São sobrevivências que só se explicam com o recurso a considerações extra-econômicas (não racionais, não otimizantes, não concorrendo para um equilíbrio global) de natureza histórica (sócio-política).

2.1.2. Equilíbrio Homogêneo e Equilíbrios Hierarquizados

É preciso superar o condicionante de uma visão Walraziana de mercados concorrentes justapostos, dotados de certa homogeneidade comportamental. Existe um mercado privilegiado que é o mercado interno de bens e serviços e, os demais mercados, devendo ser compreendidos como suplementares ou mercados reguladores. O equilíbrio global é uma necessidade lógica, e o que nos interessa é uma questão de fato: o equilíbrio em nível elevado do mercado de interno de bens e serviços, e devendo os demais mercados contribuir só acessòriamente para o equilíbrio geral. Devemos passar, portanto, a uma concepção de equilíbrios hierarquizados, em que o equilíbrio do mercado interno de bens e serviços está no tôpo da escala e os demais devem ser considerados como coadjuvantes ou reguladores do primeiro. Faz-se desde logo clara a inconsistência da colocação alternativa do mercado interno e do mercado externo como solução para o problema de desenvolvimento econômico, como vem sendo pôsto no Brasil, na atualidade. O mercado externo não é um fim e só deve ser considerado como ajustador do mercado interno. Que se pretenderia? Exportar - mais que importar?! Seria com isto financiar o exterior. Se pretendemos importar igual ou superiormente ao nível das exportações, o comércio internacional mantém o problema da absorção da importação, pelo menos em nível de valor igual ao das exportações. O problema continua a ser: MERCADO INTERNO. Do exposto, decorre a conveniência de estabelecer um esquema em que se opõe simètricamente oferta x demanda interna de bens e serviços, como mediando o esquema de oposição simétrica: estrutura de apropriação de renda x estrutura produtiva. (Figura 1).

Estrutura Produtiva: conjunto de tôdas as possibilidades de produção em determinado momento caracterizadas pelos estoques

de equipamento , matérias-primas, bens intermediários,mão-de obra, "know-how" etc.

Estrutura de Apropriação: conjunto de tôdas as possíveis apropriações de renda determinadas em dado momento pelas relações sociais expressas por níveis de salários, de juros, de aluguéis etc.

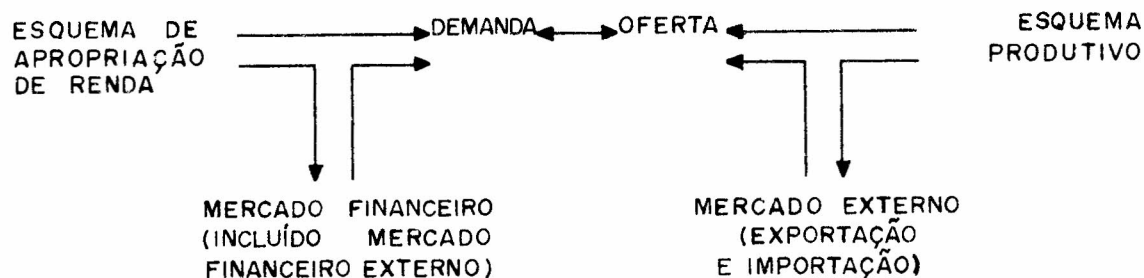



Figura 1

Com o esquema proposto, torna-se mais compreensível o papel do Mercado Financeiro e seu modo hierarquizado de acoplamento ao mercado interno de bens e serviços na adaptação da demanda e, simètricamente, o papel do mercado externo funcionando adaptativamente do lado da oferta. Nessas condições a demanda e a oferta interna de bens e serviços se equilibram, a níveis relativamente mais elevados do que o fariam se inexistissem tais mecanismos automáticos de adaptação.

Destarte, os esquemas de produção e de apropriação da renda passam a ser considerados permanentemente não equilibrados e, tanto o comércio exterior quanto o Mercado Financeiro, como mecanismos automáticos que os adaptam regulatòriamente. A concepção de uma trajetória sempre equilibrada seria substituída pela concepção de uma trajetória regulada, com seus tempos próprios de atuação e maior ou menor eficiência regulativa. Desta forma, pode-se fàcilmente compreender como os esquemas de produção e apropriação podem, independentemente afastarem-se e os dois adaptadores principais podem esgotar sua capacidade, de modo que, o equilíbrio oferta x x demanda do mercado interno de bens e serviços venha a se estabelecer a níveis inferiores, com a consequente redução - da produção (depressão conjuntural ou endêmica).

A segunda possibilidade é a de que o equilíbrio se faça a um nível relativamente elevado, seja por fôrça de uma adaptação do comércio exterior, ou por fôrça de uma adaptação do Mercado Financeiro. O caso brasileiro nos apresenta inúmeros exemplos que ilustram o fenômeno. Pressionado pelos proprietários de imóveis que desejavam que se corrigissem distorções acumuladas no passado, o govêrno permitiu a majoração dos aluguéis. O caráter brusco da medida teve como consequência uma alteração do esquema de apropriação da renda, acentuando o desequilíbrio no mercado interno de bens e serviços. O ajuste conjuntural ocorrido no sistema se deu, em parte, com a adaptação do comércio exterior. Maciças importações de bens de consumo supérfluo foram efetuadas, com a utilização de reservas cambiais provenientes da exportação

do excedente da produção de guza e outros produtos não absorvidos pelo mercado interno. Um outro exemplo, onde a adaptação se fêz com o Mercado Financeiro, é o que mostra o sistema financeiro da habitação.

Um acentuado aumento na oferta de habitação, sem que o esquema da apropriação da renda fôsse alterado, deu ensejo a que a adaptação se processasse pelo mecanismo automático do Mercado Financeiro.

As primeiras distorções foram sentidas quando a capacidade de adaptação do mecanismo do Mercado Financeiro começou a se esgotar, permitindo-se às famílias de menor renda níveis de endividamento não compatíveis com sua renda permanente. O agravamento do problema, com seus desdobramentos sociais, conduziu o govêrno à adoção de medidas corretivas, assim como a diminuição da taxa de juros e a dilatação dos prazos das operações de empréstimos imobiliários.

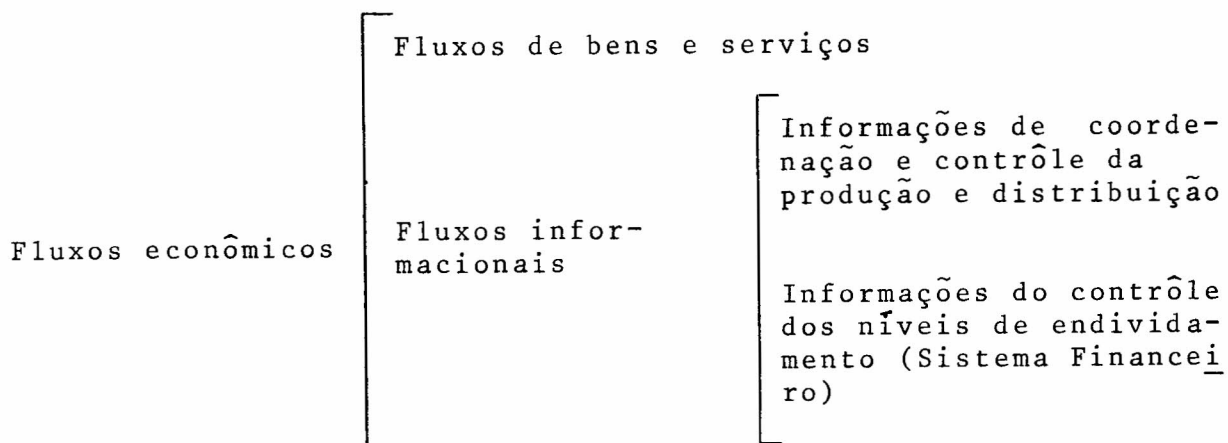
2.1.3. Regulação Automática e Corretiva

Além da hierarquia procedente, devemos destacar a importância da distinção hierárquica dos modos de regulação. É importante distinguir, num sistema econômico, os mecanismos ou sub-sistemas reguladores automáticos (super-valorizados - pelos adeptos do "laisser-faire") e os mecanismos corretivos que podem incidir, seja sôbre o próprio sistema objeto, seja sôbre os mecanismos de regulação automática. De modo geral, aceita-se como preferenciais os mecanismos automáticos, deixando-se os mecanismos de correção para uma atuação de excepcionalidade. Assim, tôdas as análises deverão explicitar, separadamente, os mecanismos de uma e outra categorias e apreciar, separadamente, os limites de atuação e eficácia de cada um, pois, só assim, se poderá chegar à esquematização de uma estratégia de adaptação mais eficiente.

2.2. Fixação dos Conceitos de Estoque de Ativos Financeiros, Mercado Financeiro e Capital Financeiro

2.2.1. Uma Digressão Necessária: Reclassificação dos Fluxos Econômicos

Um esfôrço de melhor compreensão do papel desempenhado pelos fluxos financeiros no sistema econômico, levou-nos a reconsiderar o problema da própria classificação dos principais fluxos existentes no sistema. Tal esfôrço sugeriu-nos, em lugar da tradicional divisão dos fluxos econômicos em fluxos de bens e serviços e fluxos financeiros (inclusive monetários) a seguinte taxionomia, que nos parece mais esclarecedora:

Fluxos econômicos
- Fluxos de bens e serviços
- Fluxos informacionais
  - Informações de coordenação e contrôle da produção e distribuição
  - Informações do contrôle dos níveis de endividamento (Sistema Financeiro)

Dado o objeto do presente trabalho, nossa atenção se concentra nos fluxos informacionais, para os quais identificamos duas funções básicas:

a primeira é a de coordenação e contrôle de produção e distribuição de bens e serviços. Êsse caráter funcional dos fluxos informacionais em geral não é considerado globalmente, na análise do funcionamento do sistema econômico o que, aliás, torna difícil a compreensão das causas que induzem muitos sistemas regulatórios a um mal funcionamento. Exemplo claro nesse sentido é o das deficiências dos mecanismos de contrôle monetário, que em geral ocorrem muito mais pela impropriedade do sistema informacional do que pela ineficiência dos instrumentos de contrôle. Incluidas na categoria de informações de coordenação e contrôle de produção e distribuição, estão todos os fluxos informacionais de uso corrente nas emprêsas, tais como os sistemas de contrôle de custos, contabilidade geral, ordens de produção etc., bem como as informações que se referem aos mercados, disponibilidade de insumos, preços dos produtos competidores e as demais estatísticas requeridas pela administração empresarial.

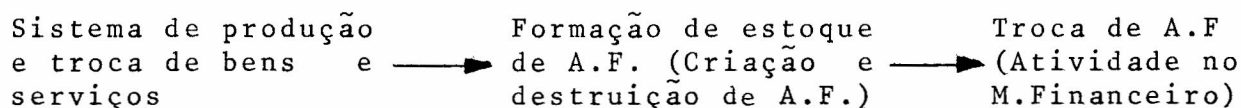
A segunda função econômica dos fluxos informacionais é a de controlar o nível de endividamento dos diferentes agentes econômicos. Muito embora o sistema estabeleça a necessidade dêsse endividamento, que permite uma maior divisão de trabalho, melhor adequação da escala de produção à tecnologia disponível etc., o nível de endividamento outorgado a cada agente deve ser controlado, pois, de outra forma, se abriria a possibilidade de que crescesse indefinidamente, gerando distorções incontornáveis.

2.2.2. Os Dois Momentos de um Sistema Financeiro

A compreensão do modo de funcionamento e do nível de atividade financeira do sistema econômico, diretamente a partir da atividade real, apresenta grandes dificuldades, por não considerar o fato de que as relações financeiras

determinam a necessidade de explicitar dois momentos distintos e diferentemente determinados no sistema financeiro: o da formação de estoque de ativos financeiros (criação e destruição) e o da troca de ativos financeiros (para a qual reservaremos o têrmo Mercado Financeiro).

Esta visão do problema sugeriu-nos o esquema lógico que se segue:

Sistema de produção e troca de bens e serviços ⟶ Formação de estoque de A.F. (Criação e destruição de A.F.) ⟶ Troca de A.F (Atividade no M.Financeiro)

Formação de estoque de ativos financeiros: criação e destruição

As variações do estoque de ativos financeiros são quase-correlativas aos "deficits" (e "superavits") líquidos de bens e serviços admitidos entre as diferentes unidades econômicas. O caráter de quase-correlação se explica pela existência da intermediação financeira, pois a relação entre o acréscimo do nível líquido de desequilíbrios referidos de bens e serviços em um determinado período de tempo é o acréscimo líquido de ativos financeiros multiplicado por (1 + n), sendo "n" o número médio de intermediações.

Assim, teríamos o acréscimo do nível líquido do desequilíbrio determinado pela expressão:

$$\Delta\, AF_L = \left[\Delta\ (\text{desequilíbrios de bens e serviços})\right] . (1 + n)$$

A expressão acima é suficientemente geral para abranger a emissão de moeda utilizada para cobrir despesas governamentais, o que corresponde a um desequilíbrio do fluxo de bens e serviços em favor do govêrno.

Mas as emissões não vinculadas à cobertura de "deficits" e à criação de ativos financeiros pelos bancos comerciais, aparentemente violariam a relação estabelecida. Entretanto, a violação é insignificante, pois os créditos criados pela abertura de contas-correntes com depósitos à vista não ficam ociosos, sendo quase imediatamente utilizados na aquisição de bens e serviços pelo beneficiado, sem uma contrapartida da mesma natureza, e dando margem à geração, do lado do vendedor, de um "deficit" correspondente que se traduz na posse do depósito à vista que lhe foi transferido por cheque. Tal operação caracteriza uma transferência de fundos e não uma criação "ex-nihil" pelo banco comercial.

As unidades econômicas não podem, de imediato, defender-se desta transferência; apenas passá-la adiante para outras unida-

des. Posteriormente, entretanto, a não renovação de títulos descontados ou a emissão de novas promissórias,em lugar das que forem vencendo, em determinadas circunstâncias, podem possibilitar uma estratégia defensiva forçando os bancos comerciais a uma diminuição de seus ativos e correspondentemente do nível de depósitos à vista.

O mesmo ocorre com o nível de acréscimo líquido dos estoques de ativos financeiros que mantêm a mesma ligação apontada, com o nível de acréscimo de desequilíbrios de bens e serviços, em que pêse a variação dos preços relativos dos ativos financeiros e reais. Nessas circunstâncias, apenas deixa de haver correspondência entre o equivalente de bens e serviços que origina a criação de ativos financeiros e o equivalente para destruição dos mesmos ativos. Ainda que tal correspondência possa se verificar, nada justificaria uma tentativa de se correlacionar diretamente o total de ativos financeiros com o nível de atividades econômicas, como fazem alguns autores (*).

A principal razão dessa impraticabilidade se estabelece pela existência de uma multiplcidade de pólos de decisão, mais ou menos autônomos de outorga e aceitação de níveis de desequilíbrios de bens e serviços. Alguns pólos, relacionados aos respectivos limites de decisão, são os seguintes:

a) GOVÊRNO

Decide unilateralmente e indiscriminadamente, sôbre o conjunto da economia até, em tese, o nível máximo da renda nacional no período considerado. Na realidade, as unidades econômicas podem se defender, alterando os preços e, consequentemente, afetando o nível real das despesas do govêrno e limitando a efetivação dos referidos desequilíbrios;

b) EMPRÊSAS

Decidem bilateralmente, de um modo geral em relação a outras emprêsas (eventualmente em relação às famílias) até o máximo do nível dos estoques no início do período, adicionado ao "cash-flow" no período (lucros + depreciação);

c) FAMÍLIAS

Decidem unilateralmente, até o nível de suas rendas mais as desimobilizações (que são desprezíveis);

(*) Goldsmith, Raymond W. in Financial Structure and Development New Haven and London, Yale University Press, 1969.

d) INTERMEDIÁRIOS FINANCEIROS BANCÁRIOS

Decidem unilateralmente, em relação às famílias, emprêsas e govêrno, até o esgotamento de suas reservas livres. Suas decisões, entretanto, podem ou não ser ratificadas no tempo, pelo conjunto dos agentes econômicos;

e) INTERMEDIÁRIOS FINANCEIROS NÃO-BANCÁRIOS

Não decidem, a não ser ao nível de seus recursos próprios.

Uma observação da maior importância, a que nos levam às considerações acima, é a de que a principal distinção entre intermediários financeiros bancários e não-bancários se relaciona à capacidade decisória quanto ao nível de endividamento das demais unidades econômicas que vem distinguir fundamentalmente os dois tipos de intermediários financeiros.

Mesmo no que tange aos bancos comerciais, suas decisões se sujeitam à ratificação dos agentes econômicos, o que nos parece um argumento decisivo contra as posições quantitativistas ortodoxas e a discussão levantada por Gurley e Shaw (*) relativamente ao papel dos intermediários financeiros.

Embora as decisões dos pólos sejam até certo ponto autônomas, existe uma certa constância estrutural que justifica, em primeira aproximação, a consideração de níveis de endividamento global como função de alguma variável macroeconômica, porém, com valor explicativo diminuto sôbre as condições estruturais que são justamente omitidas.

Finalmente, vale observar que os níveis de endividamento outorgados são limitados, às vêzes, pelo nível patrimonial do outorgado e às vêzes, pelo potencial de geração de renda do mesmo.

Êste, aliás, é um aspecto importante que diferencia o comportamento dos intermediários financeiros nos países desenvolvidos e não desenvolvidos, pois a limitação por consideração de riqueza (patrimônio) prevalece nos países subdesenvolvidos, principalmente por parte dos intermediários financeiros bancários, com evidente prejuízo para o funcionamento do sistema econômico e implicações sociais indesejáveis do ponto de vista governamental.

(*) Gurley e Shaw - "Financial Aspects of Development" in "The American Economic Review, Sept., 1955 - nº 4".

Troca de ativos

Como vimos, não se pode correlacionar diretamente a atividade econômica com o nível de transações no Mercado Financeiro, devendo a mediação ser efetuada via estoques de ativos financeiros. Por outro lado, também as correlações diretas "volume de estoques x volume de negociação" devem ser analisadas em função dos diferentes motivos de transação financeira, entre os quais sugerimos os que se seguem:

1. Fluxos de Surgimento

Os fluxos de surgimento de ativos financeiros não se fazem de acôrdo com o portfolio desejado de forma que, mesmo em havendo um acôrdo geral sôbre a estrutura de portfolio, o surgimento de ativos provocaria tanto transação de ativos financeiros, quanto de ativos reais para recomposição dos referidos portfolios.

2. Troca de Posição de Portfolios Especulativos

Muitas trocas de portfolio financeiro são provocadas pela reavaliação do valor dos ativos decorrentes de fatos novos. A reequilibração de preços não se dá instantâneamente, permitindo que agentes mais bem informados ("insiders") dêem início às suas transações de mudança de posição.

Quanto mais eficiente fôr o sistema de informações, o reajuste de preços se fará màpidamente, com um volume mínimo de transações. A situação ótima, de plena e instantânea informação, tenderia a reduzir tais tipos de transações financeiras a 0.

3. Trocas por Mudança Planejada de Posição

Êste motivo ocorre quando as famílias, por razão de escala ou de oportunidade, alteram seus portfolios, geralmente em função de uma modificação global na composição ativos reais x ativos financeiros. No caso das emprêsas, também se verifica a ocorrência de frequentes alterações dêsse tipo, seja por fôrça de uma entrada descontínua de recursos em relação a uma aplicação real contínua, seja por fôrça de situações inversas, tais como receita descontínua x plano de investimento relativamente descontínuo ou receita contínua x plano de investimento relativamente descontínuo.

4. Trocas de posições estratégicas

São as trocas de modo geral efetuadas pelas emprêsas, ao mudarem sua estrutura de capital em função de perspectivas conjunturais progressivamente boas ou más.

Embora existam muitos outros motivos de transação no mercado financeiro, provàvelmente de menos importância, os que já foram referidos bastam para demonstrar a inconsistência de se proceder à tentativa simplista de correlacionar volumes de transações financeiras tomados globalmente a determinadas variáveis macroeconômicas. A explicação do nível de transação, além de estabelecer a necessidade lógica da mediação da constituição dos estoques de ativos financeiros, exige uma análise dos diferentes segmentos do mercado onde incidam motivos transacionais variados e onde cada um possa ser analisado separadamente, embora possam ocorrer relações entre tôdas as formas o que, entretanto, é uma questão de ordem empírica e não conceitual.

2.2.3. Estoque de Ativos Financeiros e Poupança

Do que foi exposto, fica também evidente que não poderemos estabelecer uma correlação direta entre poupança (do ponto de vista macroeconômico) e o nível médio de endividamento existente numa determinada economia. Os desequilíbrios nas trocas de bens e serviços entre unidades econômicas, representam sempre poupança. Porém, poupança das unidades, poupança interna ao sistema, e sua soma numa economia fechada é exatamente igual à soma dos endividamentos das unidades. Se desejássemos fazer uma correlação direta, deveríamos agregar poupanças de uns e endividamentos de outros e obteríamos um resultado de soma nula. Dêsse modo, o volume de ativos financeiros não guarda, "a priori", relação alguma com o nível de poupança-investimento do ponto de vista macroeconômico. Em uma abordagem macro, a poupança é de natureza real e sua medida é dada pelo total de investimento fixo mais variações de estoque, não podendo, portanto, manter, em princípio, vínculos diretos de qualquer espécie com o nível médio de endividamento da economia, que é, de todo outra natureza, resultado da transformação de um esquema de distribuição da renda em uma estrutura da demanda que deverá se compatibilizar a um determinado nível da oferta global.

Uma correlação empírica poderá ser tentada, mas será significativa apenas se considerar, isoladamente, alguns tipos de ativos com suas características próprias.

Por exemplo:

a) a análise da variação do nível de estoque de ativos de propriedade das famílias menos o estoque de exigibilidade às famílias indicaria uma melhor distribuição da propriedade do excedente ou apenas a mudança formal da relação de propriedade, que passaria a ser medida em têrmos de ativos financeiros (ações das sociedades anônimas semi-fechadas);

b) a análise da variação do nível dos estoques de ativos financeiros (exclusive dinheiro) emitidos pelo govêrno em relação à sua receita, indicaria a flexibilidade do mesmo em promover ajustes no mercado, sem recorrer ao expediente inflacionário;

c) a análise da variação do volume de ativos derivados da concessão de crédito ao consumidor em relação ao total do consumo na economia que poderia refletir a importância do consumo de bens duráveis capaz de ser absorvida pela adaptação financeira inter-familiar.

O crescimento do volume de ativos financeiros nos países mais desenvolvidos seria explicado, portanto, não apenas pelo número médio de intermediações (intermediários financeiros não-bancários), mas também pelo fato da apropriação familiar do excedente ter se tornado mais extensiva, pela simples mudança na

forma de relação de propriedade, pelo elevado consumo de bens duráveis de grande valor unitário. A sofisticação do sistema financeiro nos países desenvolvidos é claramente muito mais efeito dos fenômenos apontados acima do que causa dos mesmos.

Evidentemente, é possível admitir-se certas correlações empíricas, como as que ilustramos abaixo.

<u>Correlação positiva</u>

Formação de uma classe média urbana com poder de decisão, funcionando como pré-requisito comum aos seguintes fenômenos:

a) apropriação de renda significativamente acima do consumo, dando origem ao aparecimento de ativos financeiros pela transferência da poupança familiar às emprêsas;

b) estrutura de consumo de bens duráveis relativamente sofisticada, em larga escala, dando origem ao aparecimento de ativos financeiros pela transferência de poupança entre as famílias.

<u>Correlação negativa</u>

Tendência à formação de grandes conglomerados no Sistema Econômico:

a) incrementando o volume de ativos financeiros representativos da propriedade de um conjunto de emprêsas por uma única emprêsa;

b) diminuição do volume de ativos financeiros representativos do endividamento entre as emprêsas, resultante das transações correntes intermediárias (matérias-primas e bens intermediários).

Com os exemplos citados, acreditamos ter dado razões suficientes para demonstrar a necessidade de diferençar as faixas de criação de ativos financeiros, para efeito de análise.

2.2.4. Críticas ao Conceito de Capital Financeiro

Embora o conceito de capital financeiro seja operacional, quando consideramos a acumulação do ponto de vista de grupos internacionais sem origem nacional definida (melhor dizendo, de uma aristocracia financeira internacional), parece-nos que, do ângulo das economias nacionais, seria preferível evitar o têrmo em razão das ambiguidades (visão européia da segunda metade do século XIX) que hoje o envolvem.

Julgamos que para melhor apreciar as formas de propriedade do excedente econômico, bem como sua evolução histórica, seria conveniente observar uma separação nítida entre acumulação física (sem o aspecto propriedade) e propriedade.

Presentemente, nas áreas onde predominam as economias de mercado, manifesta-se uma tendência acentuada para confundir patrimônio-capital-portfolio (incluindo ativos reais e financeiros), correlativa à mediação exercida pelos ativos financeiros entre excedente físico e propriedade, privilegiando-se, cada vez mais, a ótica do rendimento, em detrimento da ótica do contrôle físico do excedente. No pano de fundo, toma corpo a figura do empresário. Grandes capitalistas passam a ver seu portfolio mais homogêneo, represente ou não alguma parte dêle o contrôle acionário de uma emprêsa. Poder-se-ia avançar mais nas implicações sociológicas que isto sugere, entretanto, sairiamos demasiado de nosso tema.

Desta forma, a não ser quanto a grupos internacionais (onde a liquidez internacional pesa relativamente mais que o rendimento, caracterizando o capital financeiro), preferimos a utilização dos têrmos portfolio e excedente físico, êste donotando patrimônio social (enquanto não apropriado), e aquêle, uma forma de relação de propriedade, evitando-se assim o uso ambíguo da expressão capital financeiro.

2.3. Fixação de Conceitos Alternativos de Sistema Financeiro

É comum depararmos, em muitos textos, com diferentes conceituações de Mercado Financeiro, sem que se observe qualquer preocupação quanto à discriminação do uso que deve ser atribuído a cada um, o que gera, frequentemente tôda sorte de confusões. Numa tentativa de evitar o problema, sugerimos quatro modos alternativos de conceituação de Mercado Financeiro, procurando estabelecer o objetivo de cada um dêles.

2.3.1. Conceituação Formal

Do ponto de vista formal, o Sistema Financeiro pode ser encarado como um sub-sistema informacional de contrôle dos desequilíbrios de bens e serviços (e/ou endividamento) das diferentes unidades que compõem o sistema econômico. Êsse caráter do Sistema Financeiro, até então encoberto pelo "Véu Monetário", cada vez mais se evidencia, à medida em que se acentuam os pagamentos de assalariados via bancos comerciais, o uso extensivo do cheque e das ordens de pagamento, em que se populariza a utilização dos cartões de crédito, e em que se introduzem nos sistemas de processamento eletrônico de dados. Também nas relações econômicas internacionais encontramos exemplos para a assertiva de que o Sistema Financeiro pode ser encarado como um sub-sistema de informações.

O direito especial de saque, criado pelo Fundo Monetário Internacional, pode ser considerado um exemplo típico.

No que se refere aos bancos comerciais, pode-se verificar, claramente, o fato de que constituem, em essencia, um banco de dados, tal como se esquematiza na Figura 2.

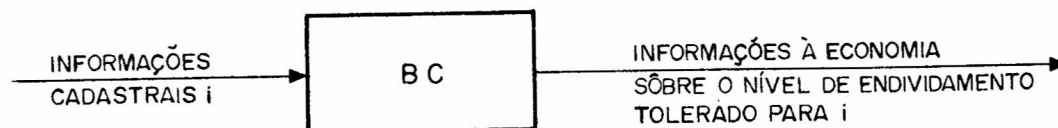



Figura 2

Em outras palavras, todo o processo de decisão dos bancos comerciais se estabelece como função de informações cadastradas que determinam, para cada agente econômico, o nível de endividamento permitido, isto é, em têrmos simbólicos:

$$\text{Crédito} = f\ (\text{Cadastro})$$

Evidencia-se a importância de considerar o modo de decisão dos intermediários financeiros, isto é, alterar a função "f" fazendo valer como "imput" as informações relativas ao potencial de geração de renda mais que o patrimônio acumulado. A uniformização dos critérios de concessão de crédito com base nessa conduta, por outro lado, constitui uma forma de equidade social. Deve instituir-se um "Direito ao Crédito".

Especìficamente sôbre os cartões de crédito, vale a pena uma observação. É a de que, muito embora constituam meios de pagamento em nível infinito, não acarretam elevação infinita de preços o que põe de manifesto a insuficiência do quantitativismo ortodoxo. É mais uma justificativa para privilegiar o dinheiro como ativo financeiro e não como intermediário de troca.

2.3.2. Conceituação Estrutural

Do ponto de vista estrutural, o Mercado Financeiro pode ser definido como o complemento do sub-sistema de produção e troca de bens e serviços no sistema econômico, onde os fluxos financeiros são vistos como contrapartida das diferenciais de fluxos de bens e serviços, manifestando-se a necessidade de compreensão das estruturas de produção e troca de bens e serviços, em função das estruturas financeiras e vice-versa.

A realidade de qualquer sistema econômico, historicamente encarada, exige a compatibilização necessária (lógica) dos dois sub-sistemas. Evidentemente, esta compreensão estrutural de complementaridade não apaga a necessidade de conservar-se, do ponto de vista normativo, a hierarquização dos mercados, conforme exposto em 2.1.2.

2.3.3. Conceituação Funcional

Do ponto de vista funcional, o Mercado Financeiro pode ser conceituado como mecanismo que permite transferências de fundos entre os agentes econômicos. Esta transferência de fundos releva duas variantes fundamentais: a variante quantitativa e a variante qualitativa. Quantitativamente, o Mercado Financeiro funciona adequando os esquemas de decisão de produção e apropriação, a curto e longo prazo. Seu funcionamento é importante, até mesmo nas economias em que é elevado o nível de auto-financiamento das emprêsas. Isto porque o registro contábil do volume de auto-financiamento das emprêsas não explicita a passagem, ainda que transitória, ocorrida no período que mediou a publicação de dois balanços, de grande parte daqueles fundos pelos mecanismos de intermediação financeira. Evidencia-se, por exemplo, o papel funcional do crédito ao consumidor, como mecanismo permissor de aumento maciço e rápido da demanda de bens de consumo durável. Mesmo assim, pelo menos no caso brasileiro, manifesta-se claramente a insuficiência funcional do mecanismo de crédito direto, insuficiência esta que conduziu à proliferação dos consórcios, sistemas financeiros informais, mas inegàvelmente muito atuantes. Qualitativamente, o Mercado Financeiro funciona adequando, através das intermediações financeiras, condições de liquidez, prazo, risco, escala e outras, entre poupadores e tomadores. Esta adaptação permite que se estabeleçam níveis muito mais elevados de inter-endividamento entre as unidades econômica, aumentando significativamente o poder de adaptação automática dos esquemas da produção e apropriação e implicando níveis mais elevados de equilíbrio do mercado interno de bens e serviços.

2.3.4. Conceituação Teleológica

Evidentemente, qualquer conceituação teleológica implica a prévia escolha de um ponto de vista, isto é, a eleição de um sujeito da apreciação.

O Mercado Financeiro, conceituado teleològicamente, pelo govêrno, constitui-se num mecanismo de transferência de fundos, devendo proporcionar, tendo em vista um mínimo de custo de intermediação:

a) a adequação dos esquemas de produção e apropriação ao mais alto nível de aproveitamento dos fatôres internos disponíveis;

b) uma alocação desejável de investimentos setoriais;

c) uma estrutura de passivo que possibilite uma maior flexibilidade na composição de ativos levando a uma maior eficiência empresarial;

d) a indução da economia a um elevado nível de investimentos produtivos.

Para os poupadores, o Mercado Financeiro deve proporcionar, do ponto de vista teleológico:

a) diversificação das formas de acumulação (portfolio) e maximização da rentabilidade patrimonial, permitindo-lhes uma acumulação real programada e não automática;

b) reversibilidade de suas decisões de outorga de crédito, permitida seja pelos bancos comerciais, seja pelos Mercados Secundários de Capitais, conduzindo os agentes econômicos a aceitarem níveis progressivamente crescentes de outorga de crédito, com benefício geral para o funcionamento do sistema econômico. Exemplo claro em que o Mercado Financeiro pode ser acionado para permitir a reversibilidade, entendida como possibilidade de liquidez, se estabelece quando uma emprêsa, ao vender a prazo, resolve descontar o efeito comercial no sistema bancário, antes que se efetive o prazo concedido.

Finalmente, adotando-se como sujeito da apreciação os tomadores, o Mercado Financeiro poderia ser conceituado como um mecanismo que lhes permite dispor e administrar fundos em valor superior ao do patrimônio próprio, seja para fins de regulação dos níveis de produção e vendas - financiamento de capital de giro -, seja para adequação à tecnologia existente, de suas escalas de produção - financiamento de capital fixo.

2.4. Fixação do Conceito de Mercado de Capitais

2.4.1. Aspectos Diferenciais dos Sistemas Financeiros

Uma classificação dos sub-sistemas incluidos no sistema financeiro global, deve se apoiar numa prévia explicitação dos aspectos diferenciais que o próprio sistema, encarado como um todo, pode apresentar. Em princípio,

podemos distinguir os seguintes:

a) Quanto aos Ativos

a.1. segundo a emissão
a.2. segundo o prazo
a.3. segundo a liquidez
a.4. segundo a segurança
a.5. segundo a rentabilidade

b) Quanto aos Emissores

b.1. instituições não financeiras
b.2. instituições financeiras bancárias privadas
b.3. instituições financeiras bancárias governamentais
b.4. instituições financeiras não-bancárias privadas
b.5. instituições financeiras não-bancárias governamentais

c) Quanto à Colocação

c.1. direta
c.2. via intermediários financeiros

d) Quanto à Utilização dos Recursos

d.1. não vinculada
d.2. para financiamento de giro
d.3. para financiamento de capital fixo
d.4. para financiamento de bens de consumo durável
d.5. para financiamento de habitações

e) Quanto à Estrutura do Sistema de Intermediação

e.1. existência de bancos de segunda linha
e.2. inexistência de bancos de segunda linha

f) Quanto ao Contrôle Governamental

f.1. sistema controlado apenas por via não operacional (fiscalização, normas etc)
f.2. sistema controlado também operativamente

g) Quanto ao Poder de Decisão de Níveis de Endividamento pelos Intermediários Financeiros

g.1. intermediários sem poder decisório
g.2. intermediários com poder decisório

h) Quanto ao Tipo de Contato do Intermediário Financeiro com o Público

h.1. contato direto com o público
h.2. sem contato com o público

2.4.2. Critérios Alternativos de Classificação dos Sub-Sistemas Financeiros

Em virtude da existência de uma multiplicidade de caracteres que diferenciam os sub-sistemas financeiros, torna-se necessário que se estabeleça um critério para sua classificação. Por razões de boa metodologia, preliminarmente, fixamos um objetivo, em relação ao qual a classificação deverá ser satisfatòriamente operativa, e como segundo passo, elegemos apenas um único caracter distintivo base, utilizando os demais de forma hierárquica.

A classificação corrente não respeita nenhum dos dois princípios apontados acima. Usa simultâneamente os caracteres distintivos a2, c e d que se referem, o primeiro, ao prazo dos ativos; o segundo, à intermediação; e, o último, à utilização dos recursos. Porém, como existe uma certa correspondência entre as classificações (Quadro 1)

Quadro 1

CARACTERÍSTICAS	GRUPO I	GRUPO II
Ativo - Prazo	Curto, Médio e Aleatório	Médio, Longo e Indeterminado
Utilização	Consumo e Giro Eventual	Giro Permanente, Investimento Fixo e Habitação
Intermediação	Bancário	Não-Bancário ou sem Intermediação

obtidas utilizando-se cada um dos três critérios(a2,c,d), poderíamos ajustá-las da seguinte forma:

SISTEMA DE CRÉDITO (I)

Aquêle composto do conjunto de estoques e transações com ativos de prazo curto, médio e aleatório, geralmente destinados ao financiamento de consumo e capital de giro eventual, e normalmente operados via intermediários financeiros bancários.

SISTEMA DE CAPITAIS (II)

Aquêle composto do conjunto de estoques e transações com ativos de prazo médio, longo e indeterminado, geralmente destinados ao financiamento de capital de giro permanente, investimento fixo e habitação, e normalmente operados via intermediários financeiros não-bancários ou sem intermediários.

Todavia, em alguns casos, em que pêse o uso quase generalizado da classificação referida, impõem-se classificações alternativas em função de objetivos alternativamente definidos. Por exemplo:

a) utilização do carácter distintivo (h)

É mister considerar a distinção citada em (h) quando se procura estudar as taxas de substituibilidade de ativos financeiros por ativos reais nos portfolios das famílias, dada a flagrante diferença de comportamento entre intermediários financeiros que mantêm êste tipo de relação com o público. A influência de variações nas taxas de rendimento de ativos financeiros alterando as taxas de propensão a consumir das famílias, se faz muito mais ativamente através de intermediários financeiros que mantêm contato direto com o público do que através daqueles que não mantêm. Para ilustrar, tomando-se o sistema financeiro americano, teríamos, de um lado o sub-sistema financeiro intermediado por bancos comerciais, financeiras, fundos de investimento etc., e de outro lado, o sub-sistema intermediado por bancos de investimento;

b) utilização do carácter distintivo (e)

Necessidade de utilização da distinção em (e) quando se busca analisar o desempenho operacional dos sub-sistemas financeiros e o poder de contrôle governamental sôbre os mesmos. No caso de existirem vários sub-sistemas, com diferentes bancos de segunda linha, surgiriam divergências quanto ao desempenho operacional aludido.
Por exemplo, no Brasil existem dois bancos de segunda linha: o Banco Central, para o Mercado de Crédito e o Banco Nacional da Habitação, para o Mercado de Títulos vinculados ao financiamento imobiliário. A criação de um FUNDO ESPECIAL para a regulação do mercado de ações e debêntures (FUNCAP), provàvelmente virá formar uma espécie de banco de segunda linha - o terceiro no Brasil - para o supracitado mercado. Êsses três bancos de segunda linha acabam de constituir-se em significativos pólos de decisão, recortando do sistema financeiro global sub-sistemas que lhe são vinculados. A análise do sistema financeiro brasileiro difìcilmente poderia ser levada a cabo sem a separação dêstes três sub-sistemas, pois que apresentam comportamentos acentuadamente diferenciados e até divergentes;

c) utilização do carácter distintivo (g)

Necessidade de utilização da distinção em (g) quando se trata de analisar e estabelecer um modo estratégico de intervenção através da atuação, o mais direto

possível, sôbre os pólos e os respectivos modos de decisão de outorga de financiamento.

A identificação no sistema financeiro de intermediários financeiros com poder decisório e de intermediários financeiros sem poder de decisão, confere fundamental importância ao contrôle sôbre a intermediação bancária, que detém poder unilateral de determinar níveis de endividamento para os demais agentes do sistema econômico.

Também o endividamente público, que goza da mesma unilateralidade deve ser objeto de uma política bem definida e consciente.

Desejaríamos ressaltar, conforme visto no item 2.2.2 o escasso poder de decisão dos intermediários financeiros não-bancários. Do conjunto de agentes do sistema econômico, são os que têm menor capacidade efetiva para decidir sôbre o volume de endividamento limitando-se suas decisões, à alocação de recursos aos setores e/ou às emprêsas.

A observação acima, fàcilmente verificável, contraria a posição dos professôres Gurley e Shaw, que admitem como sendo igualmente importante o contrôle sôbre os intermediários financeiros bancários ou não-bancários típicos a cada um, seriam substitutos entre si, nos portfolios das famílias.

2.4.3. Classificação Adotada e suas Razões

No decorrer do presente trabalho, usaremos a classificação corrente do sistema financeiro conforme apresentado no item anterior. A razão desta opção é que, não fugindo exageradamente das concepções geralmente usadas, esperamos facilitar, ou pelo menos não dificultar o entendimento do texto.

Entretanto, sempre que se afigurar necessário, utilizaremos outros tipos de classificação, que serão, na ocasião, explicitados. Assim, adotamos a seguintee conceituação de Sistema de Capitais, ou simplesmente Mercado de Capitais:

"Conjunto de instituições e os respectivos estoques, e operações de troca com ativos financeiros, geralmente de prazo longo e indeterminado, diretamente colocados ou através de intermediários financeiros não-bancários, normalmente representando a contrapartida de fundos destinados ao financiamento de capital de giro permanente, de investimento fixo, do consumo de bens duráveis de grande valor unitário, de moradia e dos "deficits" governamentais".

2.5. Ambiguidade do Conceito de Mobilização de Recursos e sua Substituição pelas Categorias de Adaptação e Orientação do Curso do Processo Produção-Apropriação

Muito embora reconheçamos o pioneirismo dos professores Gurley e Shaw, ao levantarem o problema das alternativas dos modos de financiamento do desenvolvimento econômico(entendendo-os como tecnologias alternativas de mobilização de recursos (*)), acreditamos ser necessário um reexame do problema que permita uma visão mais abrangente, à luz dos conceitos já expostos neste trabalho.

Como ponto de partida, procederemos a uma breve exposição das idéias essenciais dos referidos autores e, em seguida, a algumas considerações críticas aos aspectos que nos pareceram mal postos nas concepções por êles formuladas. Muito embora tenhamos presente a preocupação de retratar fielmente as idéias contidas no artigo em questão, a possibilidade de que êste objetivo não tenha sido plenamente atingido não deve ser afastada.

Finalizaremos nossa abordagem, propondo a substituição do conceito de Mobilização de Recursos pelas categorias de adaptação e orientação do curso do processo produção-apropriação.

2.5.1. Exposição e Apreciação Crítica aos Conceitos de "Mobilização de Excedente Econômico", "Tecnologias Alternativas de Mobilização" e "Combinação Ótima das Tecnologias Alternativas".

A - No que se refere ao conceito de mobilização de excedente econômico, a única conceituação explícita dos autores no referido trabalho é a que se pode depreender do seguinte trecho:

> "... is that on alternative techniques for mobilizing the economic surplus for eliciting saving and allocating them to investment. The financial thecnique, or the debt-asset system, is only one method. Each ..." (pág. 261).

Embora essa conceituação seja muito pouco esclarecedora, o uso do conceito na globalidade do contexto do artigo permitiu-nos evidenciar os seguintes pontos:

a) os autores utilizam um estilo impessoal(eliciting, allocating) que dá ensejo à permanen

(*) J.G.Gurley and E.S.Shaw, Financial Structure and Economic Development, in Economic Development and Cultural Change, Vol. 15, number 3. , April 1967.

te omissão do sujeito da ação (mobilização) o que afeta, empobrecendo, a própria significação do têrmo, levando a algumas confusões na constituição do quadro de classificação de alternativas, como se verá mais adiante.

Êste procedimento, caracterìsticamente acadêmico, não será o adotado neste nosso trabalho;

b) os autores deixam-se envolver pelo "Véu Financeiro" que cobre o funcionamento do sistema sócio-econômico, omitindo o processo produção e alocação física setorial que é, no fundo, o que importa e deixando aparecer como um fim o processo poupança-investimento, o qual apenas estabelece os dois momentos das relações de apropriação. Tôda poupança, necessàriamente (e lògicamente), já aparece investida e como tal não é suscetível nem pode conotar uma ação física, inclusive a de mobilização que, no fundo é a que deve interessar (ou pelo menos é a que nos interessa);

c) um outro véu, desta vez, o "Véu Contábil", envolve a concepção dos autores ao deixarem transparecer, implìcitamente, como sequenciais no tempo, a formação e a alocação de poupança, quando estas são apenas "momentos" lógicos e não físicos de uma relação. Contrapõe-se ao par de momentos lógicos poupança-investimento o par produção física - (ainda que medida em valor) - apropriação (que simboliza determinadas relações sociais);

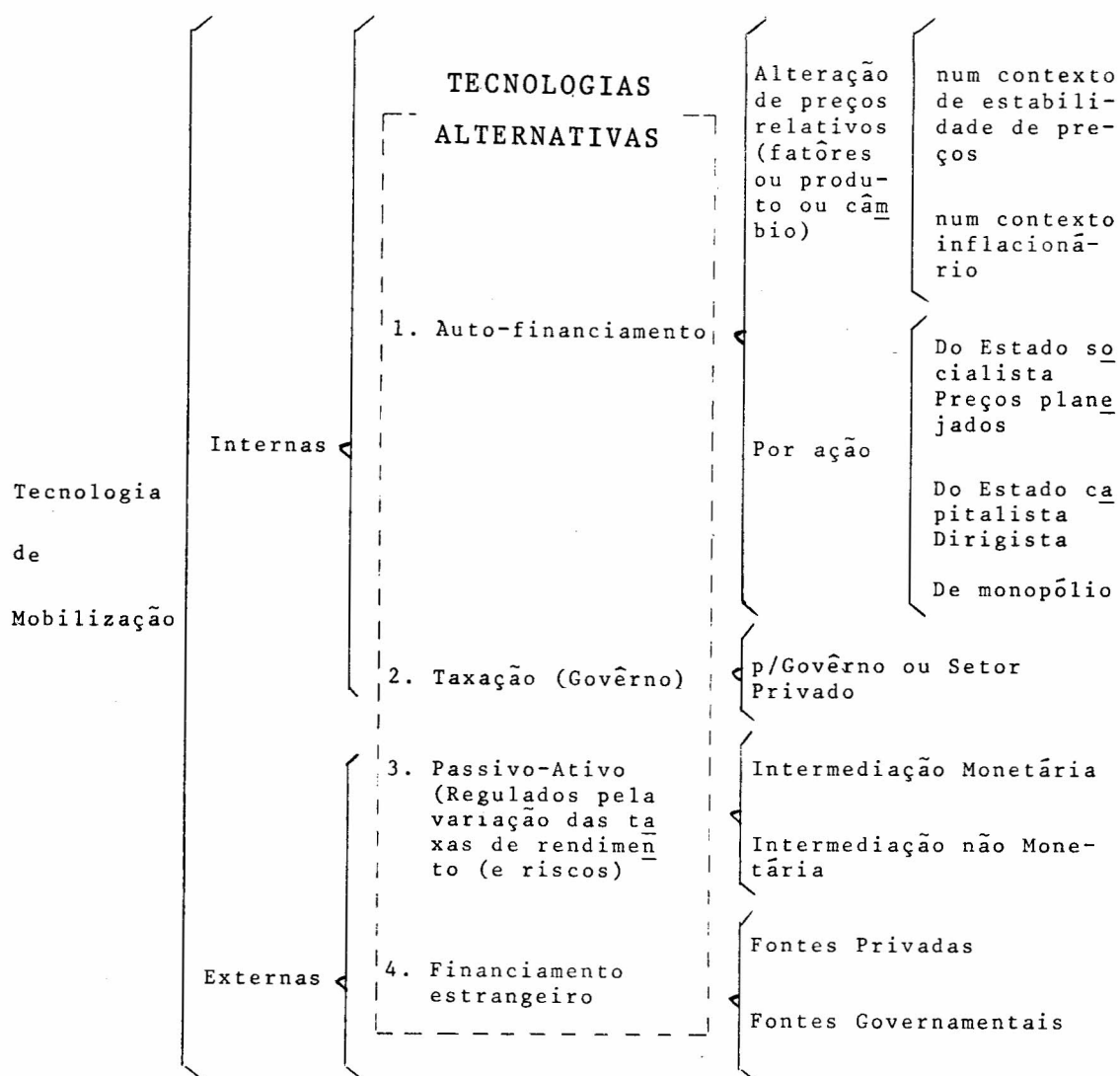
d) um último reparo com referência ao objeto da mobilização é que não se trata apenas da produção futura mas envolve também a acumulação passada (estoque de capital físico não depreciado), cujo máximo aproveitamento deve ser um dos objetivos de política (aliás, de quem?)

e) é manifesta a vaguidade do têrmo mobilização, sem nenhuma referência aos objetivos do sujeito da ação mobilizadora. Em se tomando o govêrno como sujeito, há que se qualificar a mobilização em função de seus objetivos, que podem ser desde a simples regulação conjuntural até o aumento global do nível de investimentos físicos no sistema econômico.

Em resumo, a nosso ver, o problema não deve ser colocado em têrmos de uma mobilização impessoal, envolta no

"Véu Financeiro", meramente contábil, e apenas futura do excedente econômico; (o que, com a adição das duas últimas palavras, passou a ser um quase non-sense) mas sim em têrmos de que alguém (explicitamente indicado) se apropria e/ou passa a controlar o uso (relações sociais) do excedente econômico físico atual (estoque de capital fixo) ou futuro, para obter um máximo de produção atual e orientar um curso forçado do processo produção-apropriação.

B - Uma vez feitas as considerações acima, passemos agora à exposição crítica das "alternativas de mobilização" concebidas pelos já citados autores. O Quadro nº 2 (Tipologia das Tecnologias de Mobilização) resume o que de certa forma está disperso no artigo em questão.

TIPOLOGIA DAS TECNOLOGIAS DE MOBILIZAÇÃO

Quadro nº 2

A tipologia acima, de imediato, sugere as seguintes considerações críticas:

a) a principal, e mais evidente, é que a "tecnologia passivo-ativo" é necessàriamente complementar à "tecnologia de auto-financiamento". Nessas circunstâncias não podem ser arroladas como fatualmente alternativas. Além disso, se ambas, em conjunto, perfazem necessàriamente a totalidade das alternativas, como completar a classificação com outros dois tipos, taxação e financiamento estrangeiro? Essas duas críticas são suficientes, a nosso ver, para provocar uma revisão geral no quadro de alternativas;

b) como apontamos, anteriormente, as alternativas não estão referidas a um sujeito explícito, de modo que o auto-financiamento pode ser apreciado seja por ação do Estado Socialista, do Estado Capitalista dirigista ou dos monopólios. De quem são precisamente as alternativas? Se são também dos monopólios, êstes têm outras opções, inclusive a utilização de um esquema de financiamento via passivo-ativo, visando a uma política de longo prazo? Na realidade, seria necessário homogeneizar o quadro de alternativas em relação a um sujeito explícito, o govêrno, por exemplo. Neste quadro os monopólios não determinariam auto-financiamento. O govêrno facilitaria, toleraria ou dificultaria a ação dos monopólios cuja atitude funcionaria como limitante e não optantes no uso dessa modalidade de tecnologia:

c) os autores utilizaram, simultâneamente, uma multiplicidade de critérios taxionômicos o que compromete qualquer tipo de classificação.

Senão vejamos:

- auto-financiamento constitui um modo de se financiar
- taxação é um modo de apropriar (para quem taxa ou para outrem)
- financiamento exterior é origem de financiamento
- ativo-passivo é um modo de se financiar.

d) os autores também não distinguiram explìcitamente "mobilização sem alteração do esquema apropriação" de "mobilização com alteração simultânea do esquema de apropriação".

Tal distinção nos parece fundamental na avaliação de viabilidade política do ponto de vista do sujeito explícitado na escolha da alternativa;

e) embora os autores não tenham se restringido aos modos de ação meramente financeiros (no que concordamos), ao incluírem sòmente a taxação, omitiram outros instrumentos de ação igualmente relevantes, tais como política salarial, política cambial, política tarifária etc;

f) a classificação estabelecida por Gurley e Shaw engloba mecanismos que chamamos de ação automática (sistema de ativo-passivo) e outros que denominamos corretivos (política de taxação), sem distinguí-los claramente. Tal distinção, parece-nos fundamental, pois caracteriza opções de natureza totalmente distintas quanto ao centralismo econômico. Por exemplo, na "tecnologia passivo-ativo" o govêrno meramente atua por via institucional, normativamente, e fiscalizando o funcionamento do sistema.

Já a taxação constitui instrumento de natureza inteiramente diferente, com a ação governamental apropriando e alocando diretamente ou através de organismos empresariais estatais. Será que é conveniente denomiar estas duas formas de ação de "mobilização de excedentes econômicos"? Parece-nos que não.

g) finalmente, arrolamos algumas críticas referentes a outros aspectos do texto mas que contribuem, a nosso ver, para uma melhor compreensão do porquê das impropriedades apontadas no corpo da classificação.

Em primeiro lugar, exorbitou-se na aplicação do têrmo "especialização" para distinguir o papel dos poupadores e tomadores os quais não resultavam, a nosso juízo, simplesmente de um processo de "division of labor" (pág. 262), ou de um especial aprimoramento funcional do sistema sócio-econômico. Tal processo é de muito maior complexidade e é correlativo à evolução da balança de poder entre diferentes camadas sociais.

Em segundo lugar, o "Véu Financeiro" envolve o raciocínio dos autores quando vêem no auto-financiamento uma solução em si, esquecendo-se de que pode ocorrer um violento auto-financiamento empresarial concomitantemente ao financiamento consumo familiar, sem nenhum acréscimo, portanto, do potencial produtivo do país. Mais uma vez não é do lado passivo que se pode medir o desenvolvimento da capacidade produtiva do sistema econômico e sim do lado do ativo, especìficamente, na evolução do ativo imobilizado.

Ainda com referência ao auto-financiamento, seria mais importante considerá-lo em têrmos relativos do que absolutos, pois relativamente baixas taxas de auto-financiamento associadas a elevadas taxas de expansão empresarial provàvelmente estarão mais associadas a uma efetiva expansão da capacidade produtiva do que a uma situação de quase-total auto-financiamento empresarial, a qual, sob pena de levar a economia a uma situação de depressão, as estará sempre pressionando para desviar parte de seus fundos para financiamento de consumo, diretamente ou em cadeia, de produtor-intermediário a produtor-intermediário até ao comércio varejista e deste, ao consumidor geral.

C - Sôbre a concepção dos autores à "optimal combination of saving-investment technologies" encontrada entre as páginas 264 e 267, vale a pena algumas considerações.

> "The objetive of public policy regarding the saving-investment process, we assume, is <u>to maximize the capital value of antecipated real</u> consumption. Given a <u>social discount rate</u>, the technologies or combination

> of technologies for eliciting and allocating saving is best, which implies highest consumers welfare, counting government among consumers. The optimal consumption stream has the qualities of equity and stability that conform to a social welfare function".

As dificuldades dêste "approach" são óbvias:

a) em primeiro lugar manifesta-se, claramente, a impossibilidade empírica de determinação de uma "taxa de desconto social". Existe mais, uma impossibilidade lógica de interpretar qualquer média de decisões elementares que certamente são muitas e divergentes.

   Êste argumento não invalida qualquer consideração de média ou agregados não totalmente homogêneas e evidentemente não limita a utilização de tais categorias universais em considerações meramente funcionais. Entretanto, invalida sua utilização como categoria intencional, para considerações normativas, pois tal procedimento equivaleria à instauração de um sujeito universal òbviamente inexistente;

b) em segundo lugar, seria impossível a maximização proposta sem fixar-se prèviamente um horizonte temporal de integração. A falta de referência a um horizonte temporal qualquer já seria uma falta. Sua determinação como horizonte temporal social levaria às nossas críticas do parágrafo anterior. Além do mais, pelas razões já apontadas no item 2.1.1., a própria categoria de otimização deve ser posta em questão;

c) finalmente, a consideração de combinação ótima em têrmos de custo, seria fatualmente de impossível determinação, dada a impossibilidade de quantificar as alternativas pela sua complexidade inerente, ostensivamente percebida ou desconhecida, ainda que provàvelmente relevante.

   Em resumo, a escolha não pode surgir de um processo de otimização; ela é a que alguém quer e pode fazer, dependendo dos outros permitirem.

A racionalidade pode fundamentar o "meu querer", talvez o dos outros, nunca o curso do próprio processo histórico; nem mecanicismo histórico insensível à racionalidade ou não dos agentes, nem historicismos desvairados determinando mecânicamente determinado mecânicamente pela ação aleatória dos agentes.

2.5.2. Formas e Estratégias de Adaptação e Fixação de Curso do Processo Produção-Apropriação

Como se depreende da crítica anterior, há necessidade da fixação prévia de um sujeito da ação "mobilizadora", agora em novos têrmos, da ação adaptadora e fixadora do curso do processo produção-apropriação. Êste sujeito, para nós, será o govêrno (ou a tecnocracia governamental) entendido como um pólo de poder autônomo (em sentido ontológico), o que não quer dizer ilimitado em seu poder. Pelo contrário, sua ação, é limitada às ações e reações dos outros pólos de poder no conjunto da economia.

Escolhido um ponto de vista, definiu-se um leque de modos de ação possíveis da ação reguladora, em função dos objetivos do sujeito (govêrno).

Devemos, portanto, explicitar quais seriam os principais objetivos da ação reguladora governamental. A nosso ver seriam os seguintes:

1º - adaptação de curto prazo, isto é, promoção da realização do equilíbrio oferta-demanda interna ao mais alto nível compatível com a estrutura produtiva dada. Esta adaptação, entretanto, deve submeter-se ao objetivo seguinte, sob pena de, através do equilíbrio a curto prazo, ratificar tendências indesejáveis de longo prazo;

2º - promoção de alocação setorial e/ou regional dos novos excedentes no sentido de uma estrutura produtiva adequada e definida em função de uma estrutura desejada de oferta final;

3º - promoção de uma alocação empresarial que leve a um máximo de eficiência microeconômica (eficiência em têrmo de "management", criação e absorção de novas tecnologias etc);

4º - promoção do aumento, se fôr o caso (e o é para os países subdesenvolvidos), da taxa de acumulação física de equipamento produtivo disponível, financiado seja por fundos internos, seja por fundos externos.

Evidentemente haveria uma forma mais sofisticada, e .... "up-to-date", de precisar os objetivos governamentais, inclusive em têrmos de bem-estar social, levando em consideração até mesmo as perdas decorrentes das poluições de tôda sorte.

Embora reconheçamos a importância do confôrto ambiental, a superestimação dêste importaria em desviar-nos dos problemas mais urgentes já assinalados. De mais a mais, por uma questão de equidade social, esperemos que a tecnologia encontre os meios de tornar as minas de carvão menos tóxicas, as galerias de es-

gotos menos empesteadas, que alguns países desenvolvidos deixem de contaminar a atmosfera com produtos de fissão ou fusão nuclear, para então estabelecer metas anti-poluidoras para a generalidade da população.

Passemos agora a analisar as formas possíveis de ação governamental para âtingir suas metas reguladoras ou promotoras, tendo em vista os objetivos acima fixados.

A hierarquia classificatória dos modos de ação será a seguinte:

a) quanto aos modos de ação

- modos de ação operativos;
- modos de ação institucionais; e
- modos de ação motivacionais

No modo de ação operativo, o govêrno intervém diretamente sem alterar a estrutura dos mecanismos de regulação automática existentes, podendo fazê-lo com ou sem modificações na estrutura apropriativa vigente.

No modo de ação institucional, o govêrno intervém reestruturando apenas os mecanismos de regulação automática: criação de instituições, instrumentos financeiros, normas operativas ètc.

No modo de ação motivacional, o govêrno limita-se a induzir os agentes econômicos a comportarem-se de determinada maneira, sem provocar mudanças institucionais nem operar diretamente (de modo geral, a eficácia das ações motivacionais traz implícito que a não aceitação das sugestões levará fatalmente aos modos de ação anteriores);

b) dentro dos modos de ação operativos, distinguimos fundamentalmente as ações quanto à apropriação:

- modos de ação alterando o esquema da apropriação
- modos de ação sem alteração do esquema apropriativo;

c) alterando a apropriação distinguiremos, quanto a exterioridade

- modos de ação internos
- modos de ação externos.

No modo interno, a apropriação da renda desviada de outros setores é feita diretamente pelas unidades que se deseja beneficiar. É o modo de auto-financiamento, em que a posse de novos recursos coincide com sua propriedade não importando, portanto, na criação de ativos financeiros. Dentre êsses modos des

tacaríamos política fiscal (diferenciação de alíquotas, "drawback" etc.), política cambial, política salarial (inclusive as transferências) e política impositiva de preços.

No modo externo, a alocação é precedida pela apropriação governamental, que depois é transferida por financiamento às unidades que se deseja beneficiar gerando, assim, um volume de ativos financeiros de montante equivalente.

- Quanto ao mecanismo de ação: política fiscal, administração fiscal e política monetária (inflação).

- Quanto à aplicação:

Direta (sem intervensão de instituição financeira governamental. Neste caso, incluiríamos, como exemplo, no Brasil, o processo de capitalização parcial da Eletrobrás e da Petrobrás que recebem diretamente recursos provenientes de taxas federais vinculadas); e

Indireta (quando a alocação se efetua por via de intermediário financeiro governamental. Ainda no Brasil, citaríamos como exemplo o financiamento dos projetos da Cosipa e Usiminas, pelo Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico);

d) modos de ação sem alteração do esquema de apropriação

Neste caso, o govêrno se limita ao estabelecimento de diretrizes operacionais às instituições de crédito governamentais referentes a recursos obtidos fora dos orçamentos públicos. No Brasil, citamos o financiamento à agricultura feito pelo Banco do Brasil e o financiamento da Acesita pelo próprio Banco do Brasil;

e) nos modos de ação institucionais distinguimos

- os que dispõem sôbre o funcionamento do mercado interno de bens e serviços, exclusive o sistema financeiro.

- os que dispõem sôbre o funcionamento do mercado financeiro; sistema meio, adaptador do lado da demanda.

São vários os exemplos verificados recentemente no Brasil.

No primeiro caso, a criação de órgão de planejamento governamental e melhoria do sistema de informações econômicas.

Ainda a simplificação dos procedimentos burocráticos relativos à exportação.

No segundo caso, a reformulação total do sistema financeiro nacional, incluindo o mercado de crédito, o mercado de capitais e o sistema financeiro de habitação: criando instituições, regulando seu funcionamento e criando uma diversidade de instrumentos de financiamento;

f) dentro do modo de ação motivacional, distinguimos dois modos de ação principais:

- Sistema de Incentivos (implicando recompensas lucrativas definidas) como no exemplo recente do Brasil:

  - incentivos regionais (visando orientação de recursos regionalmente. Exemplos:SUDAM, SUDENE);
  - incentivos à aplicação em ações (Decreto-lei 157);
  - incentivos à abertura de capital das emprêsas;
  - incentivos setoriais (visando a orientar investimentos para turismo, reflorestamento, indústria aeronáutica etc)

  Se o sistema de incentivos implica vantagens lucrativas, em princípio, implica na mudança do esquema de apropriação. Entretanto, como os incentivos concedidos são opcionais preferimos classificá-los como modo motivacional.

- Campanhas Promocionais. (Exemplo: para esclarecimento público sôbre o Mercado Acionário, para esclarecimento sôbre vantagens de exportação etc).

Evidentemente, nem todos os modos de ação são aplicáveis ou eficazes para consecução dos quatro grandes objetivos de govêrno anteriormente discriminados. Em consequência, a seguir procurar-se-á associar a cada um dos objetivos os modos de ação mais eficazes, enfatizando aquêles que nos interessam mais de perto, isto é, aquêles de cunho financeiro, direto ou indireto.

- Modos de Ação Relativos a Adaptação de Curto Prazo

a) Ação Operacional - Alterando ou não os Esquemas de Apropriação de Renda

A ação administrativa fiscal, orientada para a diminuição do volume das transações invisíveis, embutidas no fluxo das apropriações não contabilizadas (Caixa 2 das emprêsas: transações financeiras não registradas, triangulares bancárias, e outras), seria o principal instrumento da ação operacional.Desta forma, estender-se-ia o alcance da política monetária e, consequentemente, sua eficácia reguladora de curto prazo;

b) Ação Institucional - Alterando Mecanismos de Regulação Automática

É desta espécie o principal mecanismo de regulação a curto prazo: trata-se da sofisticação do sistema de

controle monetário. Tal pode ser obtido pelo estabelecimento dos pré-requisitos ao funcionamento do "open-market"; pela sofisticação do mecanismo de redesconto que dever-se-á poder fazer seletivamente; implantação de um sistema de informações conjunturais à disposição do Banco Central;

c) Ação Motivacional - Incentivos ao Comércio Exterior.

Embora de eficácia limitada, seria importante dotar o sistema de alguma capacidade de adaptação conjuntural, via transações com o exterior.

A política de incentivos tornaria o comércio externo mais ágil e agressivo, possibilitando uma colocação de excedentes eventuais, mais fácil e ràpidamente.

- Modos de Ação Relativos à Alocação Setorial e Regional

a) Ação Operacional - Alterando Esquemas de Apropriação

É provàvelmente a forma mais importante e eficiente utilizada pelo govêrno para superar distorções setoriais.

Igualmente importantes são os modos de ação internos (auto-financiamento), através da política fiscal, cambial, salarial e de preços (impositiva) e externo, via alteração nas alíquotas (fiscal), ou, quando esgotado, via política monetária através da emissão para financiamento da despesa pública.

Quanto à aplicação é igualmente válido efetuá-la, diretamente, através da subscrição de capital pelo TESOURO NACIONAL, ou indiretamente, com o govêrno subscrevendo ações das instituições financeiras e/ou fornecendo recursos para repasse;

Ação Operacional - Não Alterando Esquemas de Apropriação

São equivalentes, quanto ao grau de importância, tanto a fixação de diretrizes operativas para as instituições de crédito governamentais - mormente no que tange a emissão de sua responsabilidade no Mercado de Capitais - interno e externo -, como o combate administrativo aos mercados invisíveis, visando a canalizar os recursos alí girados para o mercado controlado, podendo-se obter, em consequência, ainda que não se altere os esquemas de apropriação vigentes, uma sensível melhora na eficácia da alocação setorial e regional;

b) Ação Institucional - Alterando Mecanismos de Regulação Automática

Em especial, com a atenção voltada para a organização do Mercado Interno de Capitais com criação de mecanismos não centralizados de alocação, mais técnicos e socialmente mais justos;

c) Ação Motivacional - Incentivos

É de particular importância para a capitalização das emprêsas a instituição dos mecanismos de incentivos setoriais e regionais.

- Modos de Ação Relativos a Promoção da Eficiência Microeconomica

Tratando-se de eficiência do interêsse das unidades empresariais, portanto fora do alcance direto da ação governamental, os instrumentos de ação sòmente poderão ser ativados via Modos de Ação Institucional e/ou Motivacional.

a) Ação Institucional

No presente caso, a ação institucional deve incidir na implantação de normas e requisitos que obriguem os intermediários financeiros a agirem mais tècnicamente na alocação de recursos. Vale dizer, condicionando os empréstimos à melhoria das condições operacionais internas das emprêsas e mantendo um acompanhamento das alterações exigidas por meio de uma auditoria geral (não meramente contábil);

b) Ação Motivacional

Neste caso, são de primordial importância os incentivos à pesquisa, ensino e tecnologia. A motivação meramente promocional, acreditamos é de quase nenhuma importância, só admissível, quando fôr possível promovê-la a um custo insignificante.

Obs. - Gostaríamos de ressaltar uma exceção em relação aos modos de ação operacional alterando o esquema de apropriação que, indiretamente pode contribuir para uma acentuada melhoria na apropriação das unidades empresariais. Vale citar, no caso brasileiro, a implantação da CONEP (posteriormente - transformada em Comissão Interministerial de Preços) criada com as funções gerais de órgão coadjuvante no combate à inflação. Embora não sendo seu objeto específico o contrôle de preços a longo pra

zo (nem seria de muito bom senso admiti-lo) acabou por forçar as emprêsas a adotarem sistemas mais sofisticados de contabilidade de custos (*) sempre que submetiam ao referido órgão suas reivindicações de aumento de preço. A introdução destas técnicas de contabilização dos custos vem desempenhando relevante papel no próprio "management" das emprêsas.

- Modos de Ação Relativos ao Aumento do Nível de Investimento Fixo Interno

Quanto a êste objetivo, o modo de ação, decididamente eficaz, seria a ação operacional alterando os esquemas de apropriação.

De modo geral,os governos dos países subdesenvolvidos não têm desfrutado de condiçoes politicas favoraveis para alterar o nível de investimento fixo por via interna, motivo pelo qual êste aumento tem sido procurado de duas maneiras alternativas:

1a. - participação externa, via investimento direto (atração de emprêsas estrangeiras; e

2a. - via endividamento governamental ou do setor financeiro privado.

Na primeira alternativa não é possível qualquer ação, quer operativa, quer institucional, restando apenas modos de ação motivacionais via incentivos, tais como: concessão de facilidades à remessa de lucros, etc., e promocionais, via sensibilização do empresário estrangeiro às oportunidades de investimento existentes no País.

Na segunda alternativa temos um modo de ação operacional - não alterando esquemas de apropriação - via aumento do endividamento com o exterior.

Espera-se, no Brasil, que a ação institucional, criando o Mercado de Capitais interno acoplado a um sistema motivacional de incentivos, venha promover o aumento do nível global de investimentos produtivos. Tal resultado, porém, ainda é uma incógnita. Se resultados positivos vierem a ser alcançados, restará saber ainda se não seria melhor classificá-los como efeito por ação motivacional, pois de acôrdo com a conceituação aqui fixada a ação institucional caracterizar-se-ia apenas por afetar a eficiência dos mecanismos de regulação (alocação) e não os fluxos regulares (alocados).

(*) Para justificar junto aquêle órgão as alterações de preços pleiteados.

e) com referência aos modos que não alteram os esquemas de apropriação, deve-se destacar, em certos casos, a eficácia da simples transferência de recursos dos mercados invisíveis para o sistema institucionalizado, fazendo com que as formas de regulação já incidindo sôbre êste, passe a atuar sôbre volume mais substancial de recursos, com profundas repercussões na eficiência global;

f) a importância das ações institucionais, não alterando nem os mecanismos de regulação (alocação) existente, e que poderíamos exemplificar pela criação e/ou aprimoramento dos órgãos de informação e coordenação econômica é de difícil avaliação, porém, ainda assim, - tais entidades são essenciais, pois explicitam quantitativamente as metas nacionais, em relação às quais se medirá um afastamento, permitindo, em seguida, maior eficiência nos ciclos de "feed-back" regulativo;

g) quanto às ações de implantação ou aprimoramento dos mecanismos automáticos, sua eficácia, "a priori", é discutível. A simples existência dos condutos não determina nem o aparecimento nem o tamanho dos fluxos. Semelhante tipo de ação, entretanto, é altamente eficaz quando pré-existe um vasto movimento de fluxos que se acham fora dos mecanismos então existentes de contrôles corretivos;

h) os sistemas de incentivos permanecem ainda como algo bastante desconhecido. O largo uso que dêles têm feito os brasileiros despertou a atenção mundial para a experiência que ora atravessamos. A media de seus êxitos é difícil no presente, porém, pode-se ter por certo que em relação ao objetivo de alocação setorial e regional já provaram sua relativa eficácia. Já relativamente ao objetivo de promoção do aumento da eficiência micro e ao aumento do nível de crescimento dos investimentos produtivos as interrogações ainda são muitas. O que não quer dizer que não devessem ser experimentados. Em alguns casos aliás são os únicos modos de ação politicamente viáveis, seja no campo interno seja no exterior.

3. PROBLEMÁTICA DOS PAÍSES SUBDESENVOLVIDOS - O PAPEL DO MERCADO DE CAPITAIS NUMA ESTRATÉGIA DE ACELERAÇÃO DO DESENVOLVIMENTO

Embora o título dêste capítulo refira-se, em geral, a países subdesenvolvidos, nossa apreciação incidirá, fundamentalmente, sôbre os países da América Latina. E isto, por duas razões:

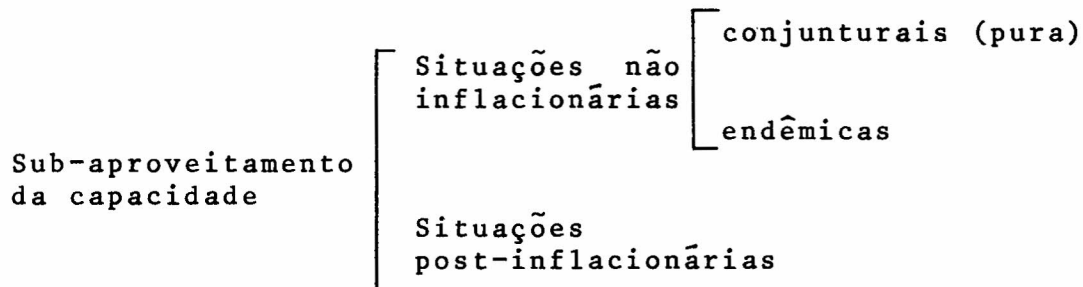
1 - relativa homogeneidade da situação econômica dêstes países, o que permitirá generalizações mais seguras; e

2 - razão bem mais trivial - trata-se da área que conhecemos menos mal.

Nestas considerações, seguiremos a metodologia sugerida no capítulo 2, apreciando isoladamente a problemática relativa a cada um dos quatro objetivos básicos governamentais.

3.1. Problemática Relativa ao Objetivo de Regulação a Curto Prazo

Preliminarmente, antes de trazermos a exame os problemas concretos, valeria a pena algumas considerações gerais sôbre a tipologia do sub-aproveitamento da capacidade produtiva instalada.

- Sub-aproveitamento da capacidade
  - Situações não inflacionárias
    - conjunturais (pura)
    - endêmicas
  - Situações post-inflacionárias

Todo tipo de sub-aproveitamento de capacidade produtiva resulta, fundamentalmente, do esgotamento de pelo menos um dos mercados reguladores: o mercado externo ou o mercado financeiro.

É necessário, entretanto, distinguir dois tipos de situação: uma, que denominaríamos de não-inflacionária e outra, de post-inflacionária. Nas situações não-inflacionárias, haveria ainda que distinguir duas variantes que chamaríamos conjuntural (pura) e endêmica. A diferença fundamental que se observa, quando da ocorrência de um dos dois tipos (conjuntural ou endêmica), está na capacidade de reação da economia, ao responder à ação intervencionista do govêrno, atuando êste tão-sòmente do lado da demanda. No tipo conjuntural (pura), para a qual melhor se adapta o têrmo corrente de "recessão", existe uma muito mais efetiva capacidade de resposta a esta intervenção, significando, com isso, que o sistema econômico responde muito mais com um aumento da produção, do que com um aumento de preços. Nas situações endêmicas, tal capacidade está bem mais limitada, prevalecendo uma resposta em têrmos de aumento de preços; e isto, fundamentalmente, pelas distorções estruturais presentes nesta economia. Êste é o tipo clássico de fenômeno de subocupação nos países subdesenvolvidos; a outra é a típica dos países desenvolvidos e para os quais, em poucas palavras, pode funcionar, com eficácia, a terapêutica keynesiana.

Nos países subdesenvolvidos, a solução das situações de sub-aproveitamento endêmico, a curto prazo, é quase impossível, só podendo ser superada na medida em que ocorra o afrouxamento das condições de dependência, simultâneamente a uma melhoria na eficácia dos instrumentos de coordenação setoriais, uma melhoria no sistema informacional que se superpõe à atividade econômica e, finalmente, que os administradores tornem-se mais sensíveis às condições conjunturais e ágeis nas suas ações.

Além dos tipos já considerados, temos uma variante tôda especial que é a recessão post-inflacionária. Esta pode ocorrer em países desenvolvidos, mas é muito mais frequente nos menos desenvolvidos. Não pode ser compeeendida isoladamente; está essencialmente ligada, até pelo nome, a um período anterior de inflação persistente.

Tudo se passa como se, inicialmente, malgrado a já aludida insensibilidade - no caso de países subdesenvolvidos - à terapêutica keynesiana, nela se insistisse. O aumento da demanda, por via despesa pública, no princípio do processo, provoca um ligeiro aumento de produção, acompanhado de um aumento de preços, o que significa que, embora sem eficácia total, obtém-se uma modificação no esquema de apropriação em favor do govêrno. À medida que se tenta, mantido o mesmo processo, continuar a elevação da produção (até a plena ocupação da capacidade instalada), mais se acentua o pêso da resposta em têrmos de aumento de preços, ao invés de o ser em têrmos de produção.

O setor privado da economia conscientiza-se, progressivamente, do processo de apropriação em favor do govêrno, sem aperceber-se de que tal ocorre muito mais por fôrça de sua inércia adaptativa, do que por uma prévia intenção apropriativa governamental. Consequentemente, procura defender-se e aprende a fazê-lo

alterando preços, estabelecendo-os não mais em função do presente, mas das expectativas futuras.

Nesse ponto, esgota-se a eficácia do processo sem que se logre atingir o limite de ocupação plena, permanecendo assim o sub-aproveitamento da capacidade produtiva. Ao govêrno, evidentemente, não mais interessaria a continuação dêsse processo, mas já se terá instaurado o ciclo de realimentação que o inclui.

Para o govêrno, então, três alternativas se afigurariam:

Primeira - insistir, novamente, no processo, com maior violência. Certamente, ter-se-ia uma HIPERINFLAÇÃO e, depois, o CÁOS.

Segunda - dar continuidade ao processo, simplesmente passando de comandante a comandado, emitindo já então defensivamente, para manter seu nível real de gastos e, fundamentalmente, para não deixar aparecer focos de recessão. E tudo isso com o ônus típico de um funcionamento em clima inflacionário, já bem conhecido .

Terceira - tentar romper abruptamente o ciclo de realimentação da inflação, restringindo seus gastos e contendo a multiplicação dos meios de pagamento pelo setor bancário. É a própria aplicação da ortodoxia monetarista, método de ataque aos efeitos e não às causas, o qual acaba por anular todo o efeito positivo da fase inicial do processo, ajustando o esquema produtivo ao esquema de apropriação, num baixo nível de equilíbrio (situação típica de um jôgo de soma não-nula, onde todos perdem).

De um modo geral, os governos dos países subdesenvolvidos concebem-se no dilema estagnação (pela impossibilidade política de reformas estruturais que levariam a uma melhor adequação dos esquemas de apropriação de renda por via fiscal e política salarial) ou inflação, que em última análise levará à estagnação no amanhã (restando apurar o saldo entre o ganho de produção no tempo inicial do processo e os custos da inflação em todo o ciclo).

É imperioso superar o dilema aludido. E para tanto, à luz das considerações anteriores, faz-se mister não mais confundir sub-aproveitamento da capacidade produtiva conjuntural (pura), típica dos países desenvolvidos, com endêmica (estrutural), frequente em países subdesenvolvidos, para em consequência, também, não confundir os "remédios".

Esta distinção deverá estar sempre em mente, para a devida compreensão do que será exposto neste item.

3.1.1. O Problema

O nível dos desequilíbrios de curto prazo, nos países subdesenvolvidos, tende a ser significativamente mais grave do que nos países desenvolvidos, pelas razões que apontaremos.

Inicialmente, do lado da oferta, temos:

a) introdução de indústrias com capacidade produtiva bem acima das dimensões do mercado, relativamente à estrutura de renda vigorante, de modo geral por imposição de escala, determinada pela tecnologia de nível avançado com que são implantadas.

   Advertência: isto não deve sugerir, absolutamente, a substituição por tecnologias de "labor intensive" de tecnologia atrasada, como forma de superar o atraso; tal seria um contrasenso, embora seja perfeitamente justificável, econômica e socialmente, a manutenção de uma dualidade tecnológica, a mais atrasada atuando marginalmente;

b) frequente falta de matérias-primas e produtos intermediários, consequentes da auto-limitação de importações, pelo custo que implicaria a manutenção de estoques internos reguladores que agravaria os habituais problemas de balanço de pagamentos. Quanto aos insumos internos, tôda sorte de problemas relativos à padronização de especificações, disciplina de entregas e outros problemas menores de fornecimento;

c) insuficiência de um sistema informacional sôbre a conjuntura econômica; insensibilidade do empresariado às informações disponíveis e relativas à conjuntura e suas tendências; falta de agilidade em se adaptar às variações conjunturais.

Do lado da demanda, o mais grave problema é a inflexibilidade de alguns esquemas de apropriação de renda, insensíveis a modificações dos esquemas produtivos que, independentemente, vão se modificando. Em especial, vale a pena aludir a algumas áreas onde prevalece uma aristocracia rural.

Acontece, por vêzes, que o próprio govêrno, através de mecanismos de preços e subsídios, tenta uma transferência de renda do setor urbano para o setor rural; o diferencial de renda é quase totalmente apropriado pela aristocracia rural, sem nenhum espraiamento que venha propiciar uma diversificação na demanda das famílias, como a princípio se buscara obter. Isto leva mesmo a pressupor que, se o govêrno tivesse evitado algumas transferências no sentido inverso (ocorridas com a elevação dos preços de alguns insumos industriais de agricultura relativas aos produtos agrícolas, por fôrça do processo de substituição de importações)

pouco teria adiantado a tentativa de transferência de renda e, até pelo contrário, teria agravado o problema.

É manifesta, por razões não tanto econômicas mas de ordem sociológica, que situam-se, principalmente nas áreas rurais dos países subdesenvolvidos os maiores focos de resistência à modificação dos esquemas de apropriação, às variações do sistema produtivo, mostrando uma grande insensibilidade aos instrumentos de natureza econômica utilizáveis pelo govêrno (tais como: sistemas especiais de financiamento, garantia de preços mínimos, assistência técnica e outros).

Ainda do lado da demanda, é importante citar os efeitos da instabilidade política que leva, tão frequentemente, a significativos movimentos de transferência de renda, tais como bruscas alterações de alíquota, níveis salariais, preços de aluguéis, congelamento de tarifas e muitos outros de mesma natureza.

3.1.2. Funcionamento dos Mecanismos de Adaptação Automática

Dentre os dois principais mecanismos de adaptação automática dos esquemas produção/apropriação, consideraremos:

a) Mercado Externo

O problema, em resumo, situa-se na inflexibilidade quantitativa e qualitativa do comércio exterior dos países subdesenvolvidos.

Quanto à exportação, de modo geral, sua produção não é vendida e sim comprada, de modo que êsses países não possuem estrutura de venda no exterior que propiciassem a referida flexibilidade. Via de regra, os exportadores ou são estrangeiros ou têm interêsse super-estabelecidos com estrangeiros. Em segundo lugar, as emprêsas potencialmente exportadas são estrangeiras e agem segundo as matrizes e, muito pouco, em razao dos interesses nacionais (inclusive fazem reserva de mercado no exterior, em benefício da matriz ou de alguma filial estratègicamente colocada). Em terceiro lugar, existe o problema de custo para produtos industriais mais sofisticados, que de modo geral são produzidos em plantas infra-dimensionadas (embora superdimensionadas para o mercado local) ao nível da tecnologia adotada. Acresça-se ainda a dificuldade de concorrência, não tanto quanto a preços mas, quanto a prazos de financiamento, aspecto êste difícil de superar pelos países subdesenvolvidos, pois implicaria no agravamento, a curto prazo, de seu balanço de pagamento. Acrescente-se ainda a falta de apoio administrativo e financeiro de uma rêde de bancos nacionais com agências no exterior. Quanto a produtos menos so-

fisticados, ocorrem problemas de especificação, adaptação ao gôsto, "marketing" e outroso que em suma torna muito difícil atuar sôbre a demanda externa, tanto do ponto de vista quantitativo , mesmo quanto do da estrutura.

Quanto aos produtos primários típicos, a situação é agravada com uma política de super-produção, programada pelos países industriais para forçar diminuição de preços, através de uma pseudo-concorrência ou pela simples imposição de quotas. A médio prazo, o problema também se agrava pela substituição crescente das matérias-primas, naturais pelas artificiais, como é manifesto pela modificação da estrutura global do comércio internacional.

Do lado da importação, não existem maiores problemas dado o alto grau de competitividade vigente entre países desenvolvidos.

b) Mercado Financeiro

De modo geral, nos países subdesenvolvidos, bem pequena é a capacidade de adaptação do sistema financeiro local, pois que esta capacidade é correlativa ao nível médio de endividamento admitido, o que pressupõe um nível de comportamento civil estável e "desenvolvido" e mais, as estruturas financeiras já têm uma história voltada para o financiamento em grande escala da atividade exportadora e, portanto, resistentes a se abrir a novas formas de financiamento mais adequadas às novas estruturas produtivas internas que vão surgindo.

3.1.3. Funcionamento dos Mecanismos de Equilibração Corretiva

Fundamentalmente, devemos considerar o sistema do contrôle monetário (ou de crédito), tradicionalmente aceito como instrumento governamental principal nas regulações de curto prazo. Ao contrário do que muitos argúem, não é nem a imprecisão na formulação dos objetivos na política monetária, nem a falta de instrumentos, que são responsáveis pela falta de eficácia desta política.

Embora com relação aos instrumentos falte, ou sejam insuficientes os instrumentos de "open-market" (carência institucional e/ou falta de "know-how" e/ou falta de títulos adequados), a principal deficiência incide sôbre a falta de um sistema sofisticado de informações conjunturais (o circuito em "feed-back" mal funciona, pela deficiência do elo informacional).

É a falta de informações quanto às variações de estoque (tanto de insumos como de produtos) nos diferentes

estágios de produção e comercialização, quanto às variações dos volumes dos pedidos em carteira (principalmente nas indústrias de bens de capital), quanto ao número de automóveis nos pátios das fábricas, quanto às variações na falta de importações, quanto ao volume perspectivo das safras (mormente dos principais produtos de exportação e de bens agrícolas de consumo generalizado), que impedem uma melhor eficácia da política monetária nos países subdesenvolvidos, provocando alternâncias de períodos de carência de créditos, com irrecuperáveis consequências para o nível de produção, e períodos de créditos excessivos, provocando pressões inflacionárias desnecessárias.

Ainda em matéria de informação, urge a elaboração e permanente atualização em tempo útil, de um quadro global de usos e fundos, que permita às autoridades financeiras perceberem, a tempo, as tendências indesejáveis nas estruturas de financiamento dos diferentes setores econômicos.

Um problema da máxima importância que não podemos deixar de referir, é da existência nesses países do que chamaríamos de um extenso mercado invisível, fora do alcance da regulação institucionalizada. O Quadro 4 resume a tipologia sumária dos mercados invisíveis.

No lado interno, temos os mecanismos de financiamento FAMÍLIA x FAMÍLIA; sistemas de consórcios, quando não oficializados (constituição de fundos, de modo geral limitados para financiamento de bens de consumo duráveis, a prazos maiores que os admitidos pelo sistema oficial de crédito); agiotagem; retrovendas (empréstimos não oficiais hipotecários) e outros tipos de menor relevância.

Em relação ao binômio FAMÍLIA x EMPRÊSA, são frequentes os empréstimos, em contas-correntes, por acionistas ou terceiros. Êsses empréstimos por acionistas, de um modo geral, constituem apenas um elo do mecanismo de auto-financiamento com fraude do impôsto de renda: vendas não registradas-Caixa 2 (disponível não contabilizado), conta corrente de acionista na emprêsa - transformação de conta de crédito, em conta-corrente, em conta capital.

Além dessas operações, ocorre o que se chama mercado paralelo (empréstimos contra promissórias) que, por exemplo no Brasil, deve ter chegado a níveis comparáveis ao do financiamento comercial bancário.

Quanto ao mecanismo EMPRÊSA x EMPRÊSA, de modo geral, são de maior relevância no Brasil. Apenas a título de exemplo: durante uma profunda crise de liquidez dos anos 65/66, ocorreram transações entre emprêsas, diretamente, através de pagamentos de dívidas com duplicatas (efeitos comerciais).

Além dos modos diretos acima citados, existem muitos modos invisíveis, com participação da intermediação financeira instituída; como exemplo, a chamada "triangular

bancária" (o cliente "A" deposita em conta a prazo no banco comercial, o qual empresta, no mesmo montante (através de promissória e/ou garantia de ações ou outros títulos), ao cliente "B", fazendo-se um acêrto do diferencial de juros de "B" em favor de "A", diretamente).

Além dos modos internos, existe um grande mercado vinculado ao setor externo, cujas fontes são: super-faturamentos de importações, subfaturamentos de exportações e saldo líquido das atividades de contrabando.

MERCADO FINANCEIRO INVISÍVEL

INTERNO	EXTERNO
FAMÍLIA x FAMÍLIA	FONTES:
Agiotagem	- Superfaturamento das importações
Retrovenda	
Consórcios (não regulamentados)	- Subfaturamento das exportações
Outros	- Saldo líquido do contrabando
FAMÍLIA x EMPRÊSA	
Empréstimos em Conta-Corrente às emprêsas por acionistas ou terceiros	
Paralelo (promissória)	
EMPRÊSA x EMPRÊSA	APLICAÇÕES
Excepcional: transação c/duplicatas	- Contas-Correntes no exterior
	- Papel moeda estrangeiro
FAMÍLIAS E/OU EMPRÊSAS x INTERMEDIÁRIO FINANCEIRO	- Aplicação em Fundos no Exterior
Triangular bancária (c/depósito a prazo)	- Aplicação em títulos e ações no exterior

Quadro nº 4

Do lado das aplicações, temos as contas-correntes no exterior, papel moeda estrangeiro entesourado e aplicações não registradas em "bonds", ações e fundos (em particular, fundos acoplados a sistemas de seguro de vida) no exterior, de modo geral, principalmente em centros que sobrevivem - econômicamente da proteção a êste tipo de atividade, manifestamente anti-social.

É óbvio que a limitação dêste mercado terá, como consequência, uma expansão do mercado financeiro interno, sôbre o qual poderá agir o sistema governamental, com inegável aumento da eficácia global de sua ação corretiva.

3.1.4. Gravidade do problema

Esta situação, à primeira vista alarmante, deveria levar a problemas conjunturais graves, comparativamente aos problemas de mesma ordem nos países desenvolvidos: os desequilíbrios PRODUÇÃO x APROPRIAÇÃO, a curto prazo, são acentuados; os mecanismos de adaptação do lado da oferta (comércio exterior) é de pouca flexibilidade; do lado da demanda (Sistema Financeiro interno) é de pouca eficácia, dado o nível médio de endividamento admitido. Quanto aos mecanismos corretivos governamentais são êles ineficazes, seja por falta de informação (política monetária), seja pela sua pouca abrangência (mercados financeiros invisíveis de grande porte).

De modo geral, entretanto, não existe evidência empírica que comprove tal fenômeno e isto, parece-nos, por duas razões principais:

a) execução, da parte do govêrno, de uma política de investimento setorial, por via inflacionária, que transfere para frente os problemas de curto prazo, mantendo artificialmente elevado o nível da demanda (deve ficar claro que, em geral, o mecanismo inflacionário não visa diretamente o problema conjuntural; êle é fruto de uma política setorial e, apenas como subproduto, afeta, não intencionalmente, o equilíbrio a curto prazo).

b) de outro lado, o poder político dos setores que inicialmente seriam afetados por uma crise conjuntural (bens de consumo sofisticado, normalmente super-dimensionados pelas razões de tecnologia-escala anteriormente tratada. e que de modo geral, estao em mãos de empresas estrangeiras) - pressionam para que o govêrno os socorra, o que geralmente sensibiliza o govêrno (sem condições de "pagar para ver" um foco de crise afetando o consumo da classe média e o desemprêgo da classe operária). São comuns as soluções casuísticas: - isenção temporária de tributos, postergação de recolhimentos; encomendas governamentais não prioritárias; subsídios a insumos; etc.

Em que pêse a eficácia relativa dos dois mecanismos considerados, ambos têm um preço: na primeira, desorganiza-se em parte o sistema de contrôle de custos das emprêsas, perturba-se o mecanismo automático de alocação setorial; no segundo, acumulam-se as distorsões setoriais (como exemplo considerar o caso brasileiro da produção excessivamente diversificada, a custos elevados, do parque automobilístico, crescendo nos últimos anos a taxas variando entre 20% a 25% a.a.) que atendendo o relativamente elevado nível de consumo das camadas médias urbanas, momentâneamente, compromete significativamente o curso que seria desejável pelo govêrno, do desenvolvimento a médio e longo prazo.

Até aqui não fizemos distinção quanto aos tipos de sub-ocupação, levantadas no princípio do item 3.1.1. Deve ficar claro que apenas estamos nos referido ao aspecto da recessão conjuntural (pura), que os dois fenômenos aludidos não superam o tipo de sub-ocupação que chamaríamos endêmicos (estrutural) e ainda menos a recessão que chamamos post-inflacionária, que é uma consequência quase necessária do esgotamento da eficácia dos mecanismos inflacionários que faz aparecer em tôda sua magnitude e ainda agravar os desajustes endêmicos (estruturais) e o desarme do govêrno para êste tipo de problema, conforme já tínhamos assinalado.

3.1.5. Conjunto de Diretrizes Corretivas

O elenco de medidas corretivas quase se deduz das considerações anteriores. Evidentemente, a simples enumeração dessas medidas nada diz de sua viabilidade política, o que só poderá ser definido em cada caso concreto, através de uma estratégia geral, englobando outras medidas referentes aos demais tipos de problemática governamental e que ainda veremos.

Eis o sumário das medidas corretivas, não considerando suas limitações e viabilidade política:

a) contrôle eficiente dos investimentos setoriais, evitando super-dimensionamento, pelo menos aquêles que não afetam os custos de produção por questão de escala imposta pela tecnologia;

b) criação de condições que dêem maior flexibilidade (agressividade nas exportações),principalmente visando à colocação dos excedentes eventuais (de modo geral, produtos de origem agropecuária) e colocações sistemáticas dos produtos cuja escala ótima tecnológica exceda à capacidade atual de absorção interna;

c) com referência à melhoria da adaptação do lado da demanda (mercado financeiro), evitar institu-

cionalizações que compartimentalizem o mercado financeiro (especialização excessiva dos intermediários financeiros), isto com vista ao ajuste automático. A melhoria do sistema de contrôle corretivo governamental, o sistema de contrôle monetário, deve ser implementado com dois instrumentos importantes: o primeiro é a implantação do "open-market", com títulos da dívida pública, que possibilitam "um ajuste fino" do lado financeiro e, de outro lado, com a montagem de um sistema de informações conjunturais detalhado e que funcione em tempo útil. Como êste último é de demorada implantação, por dificuldades teóricas e práticas inerentes, deve-se, pelo menos, numa fase inicial, implantar um sistema de "faixas especiais de redesconto" que permita "by-passar" qualquer bloqueio tático da intermediação financeira privada, desta forma permitindo uma expansão de crédito específica para determinados setores, ao invés de uma expansão indiscriminada em nome de dificuldades dos setores específicos;

d) persistente ação de combate aos mercados não institucionalizados, visando a aumentar os fluxos financeiros sob contrôle e, portanto, aumentando a eficácia, tanto dos mecanismos automáticos institucionalizados, quanto da eficácia da política monetária corretiva. Isto faz-se bàsicamente aumentando a eficácia da administração fiscal do Estado;

e) preparar-se pollticamente, com a antecedência devida, através dos modos de ação motivacionais, para enfrentar os problemas decorrentes do esgotamento dos mecanismos de ajuste (comércio exterior e sistema financeiro), promovendo as alterações necessárias no esquema de apropriação da renda nacional.

Um exemplo interessante de harmonização de ações do tipo "d" e "e", ocorrido no Brasil, foi a conjugação de campanha promocional, visando a um comportamento menos fraudulento do contribuinte, ao mesmo tempo que se instituiram mecanismos de incentivo fiscal (até certo ponto regressivos) que deram condições políticas a que o govêrno encetasse uma eficiente ação administrativa de cobrança fiscal.

Embora aparentemente a regressividade instituída, o montante efetivo da arrecadação elevou-se a níveis que superaram até mesmo a expectativa governamental e, indiretamente, forçaram a canalização de recursos do mercado financeiro invisível para o institucionalizado, acarretando uma violenta expansão das aplicações financeiras das instituições não-bancárias, sem as consequências (em que pêse o quantitativismo ortodoxo) de uma elevação proporcional dos preços.

3.2. Problemática Relativa ao Objetivo de Alocação Setorial e Regional

Antes de examinarmos os problemas setoriais dos países subdesenvolvidos, torna-se importante uma clarificação do conceito corrente de deformação estrutural (às vêzes, imprópriamente, chamada desequilíbrio estrutural).

Não é a simples prevalência de uma monocultura, nem a falta dêste ou daquele insumo, nem a dimensão reduzida ou ausência dêste ou daquele ramo de transformação industrial; o problema estrutural é um problema muito mais existencial, do que pròpriamente uma simples anomalia em relação à matriz média de Leontieff.

É necessário caracterizar o conjunto de deformações específicas que possam, em conjunto, ligar-se correlativamente à categoria sócio-existencial de dependência.

Assim, definiremos deformações estruturais como uma estrutura produtiva em que certos insumos ou produtos, cuja insuficiência ou excesso, em relação à demanda intermediária ou final interna:

a) são impossíveis de ser compensadas pelo comércio exterior (como por exemplo, energia elétrica, transporte, armazenagem, comunicações etc);

b) ou, sendo fìsicamente possível, não o são de fato, por condições externas impostas ao País (exemplificando: de modo geral, enquadram-se aí tôda produção primária da América Latina cuja produção e/ou demanda é monopolìsticamente dirigida e controlada do exterior);

c) ou que, ainda o sendo, acarretariam vulnerabilidades políticas e econômicas (ilustrando: vulnerabilidade política-importação substancial de combustíveis, materiais bélicos etc . No caso de vulnerabilidade econômica, enquadram se a importação substancial de produtos de uso intermediário generalizado insubstituíveis: aço, soda cáustica etc);

d) ou, finalmente, àqueles que, ainda que compensáveis pelo comércio exterior, se fazem a um custo social excessivamente elevado (por exemplo, a importação de produtos alimentares viáveis de serem produzidos, internamente, com prevalescência do fator terra e mão-de-obra, a custo social muito baixo).

Estas deformações admitem nuances; graus de gravidade que se podem medir, por exemplo, pelo tempo necessário a sua superação, ou ainda pelo grau de liberdade que os governos têm para sua superação, em particular, limitações de origem externa.

Deixar-se-á de lado a origem histórica de tal situação. Quer se, apenas, assinalar que o conjunto de deformações acima é suficiente para caracterizar, de modo correlativo, a própria situação de dependência, a situação de economia periférica (cujos sistemas de produção atendem mais ou menos, e de forma supletiva, a outras economias mais desenvolvidas).

Nada disso, entretanto, deve levar a uma acomodação fatalista; a situação de dependência não pode ser tratada, como às vêzes o é, como uma complementaridade confortável do ponto de vista psico-social e, otimisada, do ponto de vista da divisão internacio-

nal do trabalho. A dependência é relativa, admitindo graus e admitindo sua superação mais ou menos rápida, por uma estratégia inteligente das tecnocracias governamentais.

3.2.1. O Problema

Fixado o conceito de deformação estrutural, conclui-se como desnecessária qualquer consideração quanto a importância comparativa do problema nos países subdesenvolvidos e desenvolvidos. O problema não afeta a um e a outro; o problema radica na própria relação entre ambos, conotando a situação periférica dos países subdesenvolvidos em relação aos povos desenvolvidos.

3.2.2. Funcionamento dos Mecanismos de Correção Automática

É manifesta a insuficiência dos mecanismos de correção automática, o principal sendo o próprio mecanismo do mercado (carência - subida de preço - aumento de lucratividade - investimento - adequação de oferta e baixa de preço, e o mecanismo inverso em caso de superprodução), que não funciona (apesar da apologia "laisser-faire") adequadamente, nem mesmo nos países desenvolvidos, mas que, nos países subdesenvolvidos, sofre agravamento, pela insuficiência de informações acêrca da evolução do mercado, informações sôbre novos projetos em implantação, aleatoriedade dos orçamentos e imprevisibilidade nos prazos de instalações de projetos. Além disso, atuando na mesma direção, surgem os problemas de disponibilidade tecnológica (com isso não estamos referendando contratos de "know-how" absolutamente desnecessários e que só são comprados porque quem os compra é o mesmo que os vende), problemas de escala decorrentes da própria tecnologia utilizada, e finalmente, pelo fato de grande parte do poder privado de investir estar nas mãos de emprêsas estrangeiras, cuja política de inversão nem sempre está voltada para as necessidades do mercado interno (mesmo visto do ângulo meramente microeconômico, sem contar o aspecto da rentabilidade social-macroeconômica).

Acrescente-se, ainda, as deficiências institucionais dos mecanismos do Mercado de Capitais interno.

Não contaremos as pressões meramente políticas, que podem obstaculizar a concretização de projetos fundamentais, e as pressões econômicas, agindo através do mercado, tais como "dumpings" e outras práticas comerciais pouco honoráveis.

3.2.3. Mecanismos de Equilibração Corretiva

Como não poderia deixar de ser os mecanismos de equilibração corretiva, de responsabilidade do govêrno, têm que ser da maior amplitude, envolvendo a criação de instituições governamentais de fomento, criação de emprêsas sob contrôle acionário governamental e, indiretamente, tentando fortalecer e ampliar alguns grupos nacionais atuando em setores estratégicos.

De modo geral, não são considerados mecanismos de correção não automática sôbre os mercados de capitais, mesmo nos países desenvolvidos; isto é, não existem modos de atuação sôbre o Mercado de Capitais, como ocorre em relação ao Mercado de Crédito. Nos últimos anos, têm sido propostos alguns modos de intervenção, inspirados nos trabalhos dos professores Gurley e Shaw, mas que, entretanto, visariam a objetivos de curto prazo, isto é, uma mera extensão dos mecanismos de política monetária às instituições financeiras não-bancárias. Para os países subdesenvolvidos da América Latina, onde o Mercado de Capitais é quase inexistente, considerações dêsse tipo teriam sido, portanto, extemporâneas.

3.2.4. Gravidade do Problema

O problema das distorções setoriais, pela sua própria natureza sócio-existencial, tal como foi caracterizado, tem sido considerado, na prática, como o mais importante dentre todos e suscitado consequentemente o maior esfôrço dos governos da América Latina. O problema é tanto mais grave que, ante as alternativas tecnológicas atuais, por razões de ordem essencialmente econômicas, não é possível deixar de empregar tecnologia de relativamente baixo poder de absorção de mão-de-obra, criando assim, paralelamente aos problemas já suscitados, o problema social de absorção da mão-de-obra disponível, principalmente urbana, cujo contingente vem crescendo, não só pelas altas taxas de crescimento demográfico urbano, como pela intensificação da transferência de população do campo para a cidade. A solução mais comum tentada para aquêle problema tem sido a criação de emprêsas estatais de grande porte e a nacionalização de grandes emprêsas estrangeiras (geralmente setor de petróleo, mineração, siderurgia), paralelamente à criação de um conjunto de grandes bancos de fomento governamental atuando setorial e/ou regionalmente.

No primeiro caso, da administração direta empresarial pelo govêrno, não raro a solução tem gerado novos problemas graves. Mormente no que se refere à produtividade dessas emprêsas, produtividade essa, que é perturbada por administrações escolhidas muitas vêzes em atenção mais a razões políticas do que técnicas e, nos casos de nacionalização, pelos compromissos políticos com os empregados dessas emprêsas (que de modo geral são coadjuvantes importantes no processo de sua nacionalização), e pelos problemas gerados pela pressão externa (pressões comerciais, recusa de venda de "know-how" e práticas que tais).

No segundo caso, das instituições financeiras de fomento governamentais atuando, tanto no financiamento de projetos governamentais, como privados, muitos têm sido os êxitos, principalmente na década dos 60. Entretanto, três problemas têm surgido: a limitação dos fundos governamentais postos à sua disposição, em razão de políticas antiinflacionárias; a operação a taxas de juros extremamente baixos, o que corroe o patrimônio dos mesmos; e por último, a limitação, imposta de fora, à utilização de fundos de repasse externos e, no caso da recusa em aceitar tais limitações, a pura e simples redução dêsses fundos.

Talvez, apenas, hoje, na América Latina, não sofra tais limitações a Nacional Financeira do México, cuja tecnocracia conseguiu abrir uma frente ponderável de captação interna, criando o Mercado de Capitais hiper-centralizado, para o qual ela mesma provê a liquidez; mas de qualquer forma, podendo preservar um alto grau de liberdade técnica e política.

Uma observação à parte, merece o problema da nacionalidade empresarial. Têm ocorrido, frequentemente, problemas de limitação dos planos de expansão das filiais latino-americanas, por razões de política de investimento nos países sedes, decididas pelas próprias emprêsas e, algumas vêzes, pelos próprios governos, em razão de políticas de regularização de seu balanço de pagamento.

Finalmente, é importante observar que algumas deformações estruturais vêm sendo ratificadas, passo a passo, por políticas de curto prazo que,a pretexto de evitar o surgimento de focos recessivos, arranjam modos artificiosos de absorver internamente estas ofertas setoriais, levando a uma progressiva deformação relativamente às estruturas setoriais desejadas.

Embora o título dêste capítulo refira-se a deformações setoriais e regionais e não tenhamos até o momento tocado em problemas regionais, não o faremos, especìficamente porque tôda problemática setorial ligada às relações do País com pólos externos desenvolvidos repete-se quase que integralmente, dentro de cada país entre pólos desenvolvidos e áreas semi-estagnadas.

3.2.5. Conjunto de Diretrizes Corretivas

Também aqui, o elenco de medidas corretivas quase se deduz das considerações anteriores.

Poderíamos citar, procurando guardar uma ordem de importância decrescente, as seguintes medidas:

a) promover a criação (ou fortalecimento) de pelo menos uma emprêsa estatal ou mista nos setores estratégicos da economia pelas razões já expostas no item 3.2.

   Paralelamente, a criação de um sistema de recrutamento, principalmente de administradores, de caráter mais técnico do que político. O Mercado de Capitais abre uma perspectiva especialíssima para um tipo de remuneração mais motivadora para êsses administradores: devendo essas emprêsas também recorrerem ao Mercado de Capitais, para aumentar a flexibilidade de suas formas de financiamento, pode-se pensar na instituição de um sistema de remuneração de suas administrações que inclua uma parcela ponderável em ações ou opções de compra de ações, evidentemente, com sua negociação adequadamente regulamentada, fazendo com que a remuneração real efetiva venha depender do grau do sucesso dessas administrações (julgadas objetivamente e generalizadamente pelo mercado).

b) promover a constituição (ou fortalecimento) de pelo menos um grande grupo privado nacional, em cada um dos setores da economia, forçando à democratização de uma parte substancial de seu capital, dando possibilidades a um mínimo de contrôle social sôbre o desempenho de suas administrações.

Obs. - Em relação às alíneas "a" e "b" é preciso manter durante o tempo necessário uma política de proteção tarifária e isenções fiscais que proporcione adequada proteção da concorrência estrangeira e facilite a entrada de recursos para os setores prioritários. Òbviamente a tal sistema deve-se, paralelamente, manter um outro de acompanhamento de custos a fim de que tal protecionismo não venha eternizar uma estrutura de custos muito além dos padrões internacionais para o setor. Aliás, é importante que esta estrutura de custo venha se aproximar dos padrôes internacionais, para que possibilite, sem ônus de subvenções, a exportação de excedentes eventuais programados, em função de escala mínima que a tecnologia impõe a alguns grandes projetos;

c) promover a criação e fortalecimento de bancos de fomentos governamentais federais, regionais e estaduais, que proporcionem fundos de longo prazo aos programas setoriais estratégicos, até mesmo subsidiando parcialmente o custo de capital. Aliás, ao contrário do que muito se diz, nos países subdesenvolvidos, todos os fatôres são de modo geral, mais caros que nos países desenvolvidos. A mão-de-obra, por sua falta de qualificação adequada; a matéria-prima, por problemas de qualidade ou simplesmente padronização de especificação; a tecnologia, por exigência de ser comprada num mercado monopolista ou oligopolista e que, nos países desenvolvidos, é largamente subsidiada pelo govêrno. Assim, resta para baratear o custo, do ponto de vista de govêrno, o subsídio ao custo de capital. É da maior importância que estas instituições recorram ao Mercado de Capitais interno, ainda que esta não se constitua na sua principal forma de captação, visto que assim ganharão um grau de liberdade mínimo para fazer face às restrições de uma eventual política restritiva no orçamento público ou a pressões políticas, cortando seus fundos externos de repasse.

Não é preciso insistir na necessidade de que tais instituições contem com quadros técnicos de alta proficiência, atuando com pleno conhecimento e coordenação com as diretrizes das agências de planejamento global, federal, setorial e estadual;

d) criação de condições de preferência nacionais para o aparecimento de Bancos de Investimento Privados em número adequado, de preferência interligados com instituições financeiras bancárias que possam atender, com pouco mais de agilidade, os programas de investimento empresariais, com financiamento de longo prazo, das pequenas e médias emprêsas.

Em relação a êstes bancos, o govêrno deverá forçar a constituição de uma infra-estrutura técnica, que é pré-condição para que as mesmas venham atuar de forma socialmente mais eficiente, emprestando recursos, menos em função do patrimônio do cliente e mais em função de sua capacidade avaliada de gerar renda;

e) não obstante ter-se dado ênfase especial à atuação governamental nas alíneas "a" e "c", em nenhum dos itens anteriores deixou-se de referir à necessidade de institucionalização e ativação de um Mercado de Capitais interno. Embora não se constitua num fim em si, os problemas setoriais podem ser muito mais fàcilmente superados se, paralelamente às iniciativas anteriores, promover-se o fortalecimento de um amplo mercado interno de capitais; com isso, referimo-nos não sòmente a um Mercado Primário,mas também, a um amplo Mercado Secundário fora do contrôle estrito das instituições intermediárias emissoras, de modo a desobrigá-las da manutenção de um sistema de liquidez que, em última instância, servirá de proteção a sua programação de aplicações. Em suma, as mudanças de carteira (portfolio) em existindo um Mercado Secundário ativo, seja de Bôlsa de Valores, seja de balcão, deixam de afetar a programação primária dessas instituições;

f) nos países subdesenvolvidos, a institucionalização e funcionamento de um mercado desta natureza, necessàriamente, não pressupõe a modificação, para mais, da taxa de poupança global da economia. De modo geral já existe um amplo Mercado Financeiro invisível e a simples repressão do mesmo virá alimentar os canais instituídos de um Mercado de Capitais interno. Portanto, simultâneamente à institucionalização de um Mercado de Capitais interno, deve o govêrno promover uma modernização de sua administração fiscal.

Dado que esta eficácia fiscal poderá encontrar violenta resistência por parte dos grupos prejudicados, sem prejuízo de outros objetivos, deve o govêrno, paralelamente, criar pelo menos no primeiro momento mecanismos de atenuação regressiva, de preferência, em têrmos de opção, não precisando, necessàriamente, valer-se da simples apropriação, criando assim alternativas entre o pagamento puro e simples e a aplicação, por tempo mínimo, em fundos de destinação específica.

Numa conjuntura inflacionária, deve-se considerar a introdução de mecanismos de correção monetária, absolutamente necessários para garantia de colocação de títulos de longo prazo;

g) ainda com referência ao Mercado Financeiro, não se deve criar um sistema excessivamente especializado de modo que, mudanças rápidas de atitude do público, que venham de

sequilibrar bruscamente a oferta de fundos, possam ser reequilibrados internamente através dos fluxos inter-agentes financeiros. Daí a razão por que, anteriormente recomendamos alguma vinculação dos bancos de investimento, bancos comerciais e outros intermediários financeiros (talvez, exclusive, as Sociedades Corretoras). Embora nos países desenvolvidos não se considere a necessidade de mecanismos de correções operacionais sôbre Mercados de Capitais, nos países subdesenvolvidos, em particular na fase inicial de implantação, deve-se considerar a constituição, senão de um banco especial, pelo menos de um Fundo que cuide da preservação do nível de liquidez das ações e dos instrumentos de longo prazo, de um lado, e de outro, da regularização das programações de emissões primárias que, como exemplo, está sendo pensado constituir-se no Brasil (FUNCAP).

Ainda com respeito à regularização do Mercado Secundário, se as emprêsas estatais, como deve ser, estiverem participando do mercado, o govêrno poderá contar com poderoso instrumento de regularização do mercado e arrecadação de fundos através da negociação secundária das ações não necessárias à manutenção do contrôle de tais emprêsas, evidentemente compatibilizando seu comportamento entre operações reguladoras e operações de coleta de fundos, de modo a não tornar êsses objetivos conflitantes na prática. Finalmente, orientar todo o funcionamento do Mercado de Capitais preferencialmente para o financiamento de emprêsas e equipamento nacional, a fim de que o Mercado de Capitais não acabe por se tornar mais um fator tendente à desnacionalização das emprêsas nacionais, como aliás ocorreu na Europa no último decênio;

h) um item especial devemos dedicar ao problema inflacionário. Como dissemos anteriormente, acreditamos que os processos inflacionários endêmicos na América Latina evidenciam que, aí, a inflação está fundamentalmente ligada a um esfôrço de superação das deformações estruturais e não a problemas de curto prazo. Embora não se possa ser adepto da inflação do "tout-court", sem dúvida que, na impossibilidade de se recorrer a uma apropriação governamental por via tributária, não se pode deixar de recorrer à inflação (òbviamente até o ponto em que ela é eficaz - até o ponto em que os demais pólos de decisão conseguem neutralizá-la). A propósito, é bom ressaltar a falácia daqueles que, depois de não mais poderem negar a possibilidade de desenvolvimento com inflação, resolveram demonstrar, por via de simples exercício estatístico, a inexistência de uma correlação, pensando assim tirar todo o fundamento de uma correlação causal. É justamente o exercício estatístico que é falacioso, tal como pôsto: mesmo em se buscando uma mensuração de caráter estatístico, não se pode desprezar o parâmetro tempo como o faz a técnica de "cross-section". O instrumental estatístico adequado é a análise de séries temporais, que, evidentemente, mostrará uma corre-

lação positiva, numa primeira fase do processo inflacionário, e uma correlação negativa, na fase de combate inflacionário, ou seja, reconhecimento do esgotamento da eficácia da inflação, em matéria de apropriação governamental. Se quisermos julgar inflação e desenvolvimento econômico, seria necessário fazer um balanço do ciclo completo;

i) finalmente, seriam muito limitados os resultados da ação governamental se êstes não fôssem armados com uma eficiente organização de estudo e planejamento governamental e de órgãos de coordenação setorial, que permitindo a aferição permanente de objetivos e resultados, pudesse fechar o ciclo regulador a tempo e adequadamente.

3.3. Problemática Relativa ao Objetivo de Promoção de Eficiência Microeconômica

Muitos são os fatôres determinantes do nível de eficiência microeconômica. Entretanto, nos cingiremos àqueles que nos parecem de maior importância e que estão mais próximos do alcance de uma política governamental: capacidade de "management" empresarial; disponibilidade e uso de "know-how"; adequada estrutura de capital; conhecimento mais preciso do contexto macroeconômico em que atuam e das diretrizes governamentais que o tentam orientar.

3.3.1. O Problema

O problema da capacidade de "management" empresarial não é causa nem efeito; evidentemente, decorre do próprio contexto do subdesenvolvimento.

Os países subdesenvolvidos têm feito algum esfôrço na criação ou modernização de suas escolas de administração; porém, a real capacidade de " management" excede em muito aquilo que se aprende na escola: inclui condicionamentos de ordem cultural que tornem operativos todo o instrumental que se aprende.

No momento, a pressão das classes médias urbanas tem proporcionado a uma expansão quantitativa de formandos mas não de administradores. Entretanto, o problema da qualificação efetiva da oferta sòmente resolver-se-á pelo lado da demanda o que, absolutamente, não depende apenas do esfôrço educacional do govêrno. Com respeito ao problema do "know-how", devemos inicialmente rejeitar determinados equívocos, que surgem, de apreciação meramente quantitativa dos balanços internacionais de serviços.

Em particular, na relação entre países subdesenvolvidos e desenvolvidos, grande parte (talvez a maior) das despesas ditas de "know-how" não refletem uma carência efetiva

do mesmo por parte dos subdesenvolvidos. Melhor se classificariam como remessas, disfarçadas, de lucro: despesas de marcas "design" trivial, uso de "engeneering" obsoletos, licenças de fabricação de produtos de concepção simples e outros que tais, que só são comprados, como dissemos anteriormente, porque quem compra é quem vende.

Excluindo êste tipo de "know-how", restam ainda problemas efetivos: ninguém, hoje, põe dúvidas em quão importante é para o desenvolvimento, a absorção tecnológica por parte das unidades empresariais.

O problema dos países subdesenvolvidos é òbviamente grave, já que o desenvolvimento tecnológico nos países desenvolvidos é subsidiado, largamente pelo govêrno, em estreita vinculação com pesquisas de natureza bélica, de modo que às emprêsas cabe apenas o custo de sua adaptação civil.

Assim, no momento presente, a quase totalidade de tecnologia de vanguarda é monopolística ou oligopolìsticamente controlada. A tendência dêsse contrôle não se sabe até onde pode chegar; o exemplo recente dos países desenvolvidos é significativo - a pretexto de controlarem a ampliação do poderio atômico, tentaram impor uma camisa de fôrça à pesquisa atômica nos países subdesenvolvidos, o que daqui para a frente, lhes proporcionaria a vender com exclusividade tecnologia desta natureza, o que seria feito em dois ou três países apenas.

O ponto seguinte a ser considerado, relativamente à eficiência das emprêsas, é a sua estrutura de capital nos países subdesenvolvidos. A inexistência ou ineficiência de um Mercado de Capitais organizado limita, consideràvelmente, as opções quanto às estruturas de capital das emprêsas, o que, se reflete òbviamente na programação de ativos reais. A título de ilustração, temos o caso do financiamento dos estoques de alguns insumos, cuja profunda sazonalidade recomendaria que as emprêsas constituissem estoques no tempo próprio, o que requereria uma modalidade especial de financiamento em acôrdo com a sazonalidade assinalada (o que seria perigoso fazer com capital próprio).

Finalmente, consideremos o problema da informação. É flagrante que a falta de informação sôbre a conjuntura e sôbre o planejamento indicativo governamental, diminui consideràvelmente a eficácia microeconômica que, por isto, deixa de aproveitar muitas oportunidades de mercado, baixando seus custos fixos e atrasando-se, retardando o ajuste intersetorial no decurso do tempo.

O problema aqui é menos da demanda do que de uma oferta adequada de informações, principalmente por parte dos órgãos estatísticos governamentais.

Uma observação geral é que o problema de eficiência empresarial condiciona algumas possibilidades de regulação

setorial, via mercado externo, mecanismo quase necessário nos setores onde a tecnologia condiciona a escala mínima de produção.

3.3.2. Mecanismos de Regulação Automática e Corretiva

A rigor, para tôda essa gama de problemas, nenhum mecanismo automático de correção existe, senão o próprio desenvolvimento econômico. Assim, tôda responsabilidade recai necessàriamente sôbre as formas de ação corretivas que o govêrno possa proporcionar e em menor medida, de uma conscientizaçao de algumas áreas privadas nacionais.

Com referência apenas ao aspecto da estrutura de capital adequada, se supusêssemos a já existência de um Mercado de Capitais de grande porte e apresentando ampla diversidade de instrumentos, ou a existência de um processo espontâneo de formação de conglomerados (estreita vinculação de interêsses industriais, comerciais e financeiros), verificaríamos a existência de mecanismos de correção automática. Certamente, a ocorrência de um e/ou outro fenômeno contribui, de forma bastante eficiente, para maior fluidez de recursos, permitindo, desta forma, maior adequação da estrutura de capital às necessidades quantitativas e estruturais do lado do ativo.

3.3.3. Conjunto de Diretrizes Corretivas

As correções de maior importância, relativamente aos problemas de eficiência micro, seriam:

a) quanto aos problemas de "management", uma melhoria acentuada do ensino especializado, conjugado com uma aproximação universidades-emprêsas;

b) com respeito ao "know-how", em primeiro lugar uma redução drástica das despesas desnecessárias de "know-how" importado, através do contrôle técnico dos contratos registrados e, em segundo lugar, a montagem de todo um sistema de produção e/ou adaptação tecnológica, abrangendo universidades, emprêsas e centros de pesquisas.

   Tão amplas são as frentes de pesquisa, que seria necessária uma política orientadora bastante específica, evitando a dispersão de esforços. Em particular, dever-se-ia escolher frentes de pesquisa que abrissem possibilidades dinâmicas na exportação de produtos industriais sofisticados, conscientizando-se que planos dessa natureza requerem um tempo mínimo de maturação e, portanto, um planejamento a longo prazo de recursos efetivamente aplicados.

   Pode-se esperar alguma coisa de incentivos à pesquisa tecnológica, provada através de mecanismos fiscais, cuja utilização, entretanto, deve-se manter absolutamente coerente, como orientação geral de pesquisa adotada pelo govêrno;

c) quanto à estrutura de capital das emprêsas, a solução mais adequada encontra-se no fortalecimento do Mercado de Capitais interno, dotado da máxima flexibilidade em matéria de formas de financiamento.

Deve contar, também, com a possibilidade da promoção de conglomerados, sugerida pela experiência nipônica, porém com especialissimo cuidado: não se tem na América Latina o mesmo "back-ground" cultural japonês. A mesma concentração de poder econômico, em dois contextos sócio-culturais diferentes, pode acarretar resultados completamente antagônicos.

O processo de conglomeração deve ser contrabalançado com o fortalecimento concomitante do poder econômico monetário e operacional do govêrno central, em particular, criando-se uma mais forte dependência dos bancos comerciais relativamente ao Banco Central. Uma advertência da maior importância: isto não pode ser confundido com a apologia da abertura da economia nacional a "emprêsas multi-nacionais" que, simplesmente, em essência, não o são;

d) quanto ao aspecto da informação, uma das primeiras tarefas a enfrentar é dar um "status" institucional adequado aos órgãos de planejamento geral e coordenação setorial, responsabilizando-os por uma rápida e clara definição da situação conjuntural e das diretrizes setoriais e ainda, pela ampla divulgação de estabelecidas metas e de resultados obtidos.

Dada a variedade de problemas a enfrentar, dificilmente se poderá chegar a um receituário simplesmente satisfatório. A pré-ocupação com o problema já é uma ação eficaz e permitirá a criação de muitos pequenos expedientes que, somados, podem levar a resultados relevantes.

Como exemplo, tomada da recente experiência brasileira pode-se citar, novamente, o papel desempenhado pelo CIP (Conselho Interministerial de Preços) "ad-hoc" criado para coadjuvar uma política antiinflacionária e que acaba funcionando como instrumento de pressão sôbre as emprêsas, para que estas montem sistemas internos de contrôle de custos, os quais tiveram, certamente, papel relevante no processo quase generalizado de melhoria na administração empresarial, principalmente das emprêsas nacionais, nos últimos anos.

3.4. Problemática Relativa ao Objetivo de Aumento do Nível de Investimento Interno

Em que pêse tôda ênfase que vem sendo dada aos aspectos do crescimento econômico que não o aumento de estoque do capital produtivo, não se deve ir a uma desconsideração dêste fator, mormente tendo-se em conta que o outro fator tão enfatizado na atualidade (que é a modernização tecnológica) não pode ser inserido no es

toque de capital existente. A tecnologia se introduz, quase obrigatòriamente através do equipamento nôvo contàbilmente representado, tanto pelo aumento líquido do estoque do investimento global, quanto da depreciação. Portanto, não poderíamos deixar de considerar como objetivo primordial do govêrno, para acelerar o crescimento, o processo de aceleração do estoque físico de capital produtivo.

3.4.1. O Problema

Evidentemente, para os países desenvolvidos não existe o padrão ideal de crescimento nem se pode ter "a priori" uma visão clara do horizonte de crescimento, já que isto implica, em parte, no surgimento de novas necessidades, correlatas ao aparecimento de novos produtos, em estágios diversos de gestação nos laboratórios, nas fábricas e até nas cabeças.

Com referência aos países subdesenvolvidos, o problema é todo outro: o desenvolvimento dos meios de comunicação multiplicou o poder dos efeitos de demonstração.

O aspecto relativo do crescimento passa a prevalecer agora em maior medida, dado o "GAP" entre países subdesenvolvidos e desenvolvidos, que provàvelmente vem se acentuando.

A pressão social para o crescimento torna-se cada vez mais exacerbada e nenhum govêrno, pode escapar de assumir tal responsabilidade. Talvez, um dos eventos sociais e dos mais importantes, na primeira metada do século XX, tenha sido a descoberta e a comprovação empírica de que se tornara possivel o "management" da economia global: e se possível, seria uma questão de tempo torná-la exigível. Daí, uma tendência acentuada do deslocamento de ênfase edeológica dos conflitos distributivos internos para os conflitos de crescimento, condicionado pelas relações externas.

Voltando ao aspecto do crescimento, podemos ilustrar com o caso brasileiro: em que até 2 ou 3 anos atrás os orgãos de planejamento arbitravam taxa de 5% a 7% para seus planos respectivos, implicitamente determinadas pelas médias sustentadas de crescimento em outros países.Depois que se tomou conhecimento do recente desempenho da economia japonesa, ninguém mais fala em menos de 9% a 10% ao ano. As consequências disso certamente não serão apenas de natureza retórica quando as taxas por ventura (ou desventura) situarem-se lá pelos 5% ou 6%.

Nos paises subdesenvolvidos o principal obstáculo, a elevação das taxas de crescimento, além das já aludidas dificuldades de natureza setorial, enconta-se em que a pressão social, vivencialmente, não se faz em têrmos de produto e sim de consumo (ilusão consumista), o que leva a uma incompatibilidade de curto prazo entre as metas governamentais. O problema é tanto mais grave, quanto maior o cresci-

mento numérico relativo e consequente crescimento do poder político das camadas médias das populações urbanas, que incluem a quase totalidade da equipe burocrática governamental, os pontos chaves dos órgãos de divulgação, a operação do sistema de ensino e pesquisa e dos pontos estratégicos da administração empresarial. Aliás, é um êrro menosprezar o papel político das camadas médias da população pela falta aparente de uma expressão partidária explícita, como ocorre com outras classes sociais. Tal desorganização política é apenas aparente, e não existe pràticamente porque é desnecessária para consecução de seus desígnios, em grande parte pela posição estratégica de algumas dessas camadas no funcionamento do sistema econômico-privado e no aparelho governamental.

Poder-se-ia tentar, em princípio, dois tipos de solução: uma interna e outra externa.

No "front" interno, duas possibilidades, em tese, se apresentariam:

a) mobilização consciente da população, em particular das camadas médias e empresariais, para um esfôrço nacional de desenvolvimento;

b) por via impositiva.

A via impositiva só pelo govêrno (equipe tecnocrata) é bastante difícil, pois teria contra si todos os interêsses econômicos instituidos e, a não ser monolìticamente, associada às fôrças armadas poderia tentar algum êxito. Uma variante da via impositiva seria aquela em que, além do govêrno, se associasse grande parte dos grupos empresariais nacionais. Ainda assim, a falta de um passado cultural que, certamente, a América Latina não tem, exigindo um comportamento das camadas médias de muito esfôrço, muita disciplina, muita paciência e pouco consumo e do lado do grupo dirigente parcimônia na ostentação, demonstração de responsabilidade social, cooperação voluntária mediada pelo Poder Central, tornam muito difícil êste caminho (parece-nos que muito pouco faltou para explicitar o pano de fundo do "milagre japonês").

Em suma, as composições políticas dirigentes dos países da América Latina difìcilmente poderão obter resultados ponderáveis, pela via impositiva, e se conseguirem sê-lo-á excepcionalmente e por curto período.

Quanto à segunda modalidade de mobilização geral, em princípio, estaria sujeita aos mesmos pré-requisitos sócio-culturais; entretanto, não temos nenhuma experiência consequente nesta direção para fazer o julgamento definitivo. Talvez, uma tentativa de mobilização, explicitando claramente as consequências de ordem econômica e fazendo claro algumas diretrizes políticas, que garantam uma maior equidade na distribuição do acréscimo do produto futuro, possa até alcançar algum êxito.

Vemos pois que obstáculos enormes obstruem a via interna de solução do problema, que por sua vez é agravada pelos problemas

já analisados, de ordem estrutural, e um pouco pelos problemas de eficiência micro.

A solução, por via da poupança externa, tem duas variantes bem evidentes:

a) atração de investimento direto estrangeiro; e

b) financiamento, pelo endividamento externo governamental ou de emprêsas nacionais.

Quanto ao investimento direto, a experiência tem mostrado, em primeiro lugar, a sua aleatoriedade; em segundo lugar, mais grave ainda, o agravamento rápido dos problemas de balança de pagamento, por remessas incontroladas, embora uma pré-seleção mais judiciosa de investimentos e uma regulamentação mais eficaz e fiscalizada das remessas, possa trazer alguma contribuição positiva, em alguns setores (evidentemente excetuando os investimentos que agravam e comprometem as deformações estruturais caracterizadas e aludidas no capitulo anterior).

Além do efeito direto dêste tipo de investimento, não se pode deixar de reconhecer uma relativa contribuição, por efeito de demonstração e competição sôbre as emprêsas nacionais com respeito às técnicas modernas de administração.

Finalmente, o caminho do endividamento externo governamental e privado nacional tem tido contribuições bastante positiva, em consequência do desenvolvimento das instituições financeiras internacionais. Uma variante pouco explorada, certamente por difícil que é, parece que o Brasil está tentando no momento: uma elevação indiscriminada quanto às fontes, porém consciente quanto à aplicação, de seu endividamento global. Isto porém pressupõe concomitantemente um violento esfôrço, não das exportações em si,mas de seu nível de comércio exterior, associado a uma adequada liquidez, proporcionada pela atração de capitais estrangeiros a curto prazo.

3.4.2. Conjunto de Diretrizes Corretivas

Do ponto de vista interno, como vimos, as opções para aumento do nivel de poupança macroeconômico nacional são bastante limitadas, com quase nenhuma possibilidade de ação impositiva e com escassas probabilidades de êxito na busca de uma solução de consenso. De qualquer forma, a organização de um mercado interno de capitais, associado a uma campanha motivacional e de incentivos incidindo bàsicamente sôbre as classes médias urbanas de alto nível de renda, pode vir a se constituir numa arma significativa para um aumento do nível da poupança geral na continuidade do processo de desenvolvimento. A propósito, será de grande importância acompanhar a evolução da economia brasileira nos próximos 3 ou 5 anos, pois, parece-nos, está se tentando uma experiência mais ou menos sistemática nesse sentido.

Quanto ao setor externo, pode-se tentar a ação nas duas frentes: a atração de capital estrangeiro de risco, dentro de setores predeterminados (que não venham agravar os problemas setoriais já apontados) e dentro de uma disciplina rígida de contrôle de remessas e dos contratos de assistência técnica. Com referência ao nível global de endividamento externo, a única solução é um esfôrço obstinado no sentido do aumento do nível de comércio exterior para o que são importantes fatôres, tal como a montagem de sistema de vendas e apoio financeiro no exterior. Um problema difícil é o do financiamento das vendas ao exterior, que não deve expandir-se exageradamente, a fim de não contrabalançar os efeitos positivos do aumento de endividamento global. Paralelamente, proporcionar eventuais vantagens cambiais e de financiamento a emprêsas estrangeiras condicionamente a que estas mantenham uma certa relação de proporcionalidade entre vendas internas e vendas no exterior, forçados a constituir-se em pólos regionais de seus esquemas "multinacionais" (infelizmente, esta recomendação não pode se aplicar a todos!)

Finalmente, uma defesa ágil e intransigente dos interêsses tarifários do País, particularmente nas negociações bilaterais de comércio exterior. À medida que forem elevando-se os níveis do comércio exterior, pode-se expandir proporcionalmente o endividamento externo, isto é, mantendo permanentemente os níveis das importações acima das exportações.

Visando apenas a uma estratégia de liquidez, deve-se buscar um nivel adequado de fluxo de capitais de curto prazo, que internamente deve ser aplicado sempre através da intermediação financeira bancária e não diretamente, pois isto privilegiaria as emprêsas estrangeiras, como aliás ocorreu no Brasil de 1964 a 1967 onde, por via da Instrução 289, acelerou-se o processo de desnacionalização da economia nacional. Externamente, o montante da dívida deve-se manter em níveis aproximadamente iguais ao nível de divisas disponíveis. Uma desigualdade acentuada deixaria o Pais, de um lado, numa posição de liquidez excessivamente perigosa ou, por outro lado, a um financiamento ao exterior incompatível com o propósito fundamental.

3.5. O papel do Mercado de Capitais Numa Estratégia Geral de Desenvolvimento

Neste item, apenas serão inventariados os efeitos possíveis que o desenvolvimento estimulado do Mercado de Capitais poderá acarretar sôbre a aceleração do desenvolvimento econômico dos países subdesenvolvidos.

De modo geral,apenas será explicitado o que se encontra disperso nos itens anteriores, fazendo com que se possa ter uma visão global da eficácia do Mercado de Capitais, isoladamente de outros condicionantes do aceleramento do desenvolvimento econômico já que êste deve ser o assunto central do presente trabalho.

Duas preliminares, entretanto, devem ser primeiramente levantadas:

primeira de ordem metodológica, explica inclusive o uso intencional, feito acima do têrmo "estimulado". Certamente uma análise causal, de natureza histórica, sôbre a relação desenvolvimento econômico x desenvolvimento do Mercado de Capitais, evidenciará uma circularidade causal; porém, como fizemos questão de frisar no início dêste trabalho, nosso ponto de vista não quer ser meramente explicativo mas sugerir uma estratégia com sujeito explícito, para romper êste ciclo causal. Daí, só levarmos em conta o estado de desenvolvimento como limitante externo das possibilitadas de ação no sentido causal, que deliberadamente elegemos: do Mercado de Capitais para o desenvolvimento econômico.

A segunda preliminar que nos interessa é o caso particular dos países subdesenvolvidos. Por tudo que até agora foi dito, será preciso enfocar o Mercado de Capitais de uma forma um pouco mais sofisticada do que o faríamos se estivéssemos tratando, apenas, de países desenvolvidos. A estrutura de Mercado de Capitais, que se pode chamar convencional, acha-se ilustrada na figura 3, representativa dos fluxos do sistema e cujas características essenciais seriam as seguintes:

a) o govêrno figuraria, uma vez, como "autoridade financeira", ao qual seria reservado o papel de mero supervisor, com ações de natureza apenas normativa e fiscalizadora;

b) o govêrno novamente apareceria, então como "TESOURO NACIONAL", atuando no mercado, de modo geral, junto ao setor famílias, através da colocação dos títulos da dívida pública;

c) os fluxos de fundos famílias-emprêsas se fariam no sentido das primeiras para as segundas, diretamente, mediante subscrição de ações, ou indiretamente, através dos intermediários financeiros não-bancários privados (IFNBP) mediante operações de "underwriting" de ações ou debêntures, ou ainda pela conjugação da venda de títulos de responsabilidade dos IFNBP às famílias e de empréstimos a longo prazo às emprêsas;

ESQUEMA DE FLUXOS DO MERCADO DE CAPITAIS — ESTRUTURA CONVENCIONAL
GOVERNO (AUTORIDADES FINANCEIRAS)
SUPERVISÃO NORMATIVA E FISCALIZADORA
INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS NÃO BANCÁRIAS PRIVADAS
ATIVOS EMITIDOS PELAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS
ATIVOS EMITIDOS PELAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS
CRÉDITO A LONGO PRAZO
CRÉDITO AO CONSUMO
MERCADO SECUNDÁRIO
AÇÃO (HOLDING)
EMPRESAS
AÇÕES
FAMÍLIA
DÍVIDA PÚBLICA
GOVÊRNO (TESOURO)

FIGURA — 3

d) haveria, ainda, um fluxo de ações, correspondente ao processo de formação de "holdings", de emprêsas para emprêsas;

e) as famílias, ainda que indiretamente, seriam financiadas por si próprias, exclusivamente via IFNBP (crédito ao consumidor, crédito habitacional);

f) tanto as emprêsas como os IFNBP acertariam suas alterações de carteira ("portfolio") através de um Mercado Secundário institucionalizado que poderiam ser as Bôlsas de Valores ou um Mercado de Balcão ("over-the-counter"). Apenas para simplificar, não consideramos, explìcitamente, o mercado segurador, as ligações do Mercado de Capitais com o Mercado de Crédito e com o Mercado Financeiro internacional.

Esta é, aliás, a estrutura condizente com a concepção do Mercado de Capitais como mecanismo de regulação (alocação automática) ajustando seus fluxos através de simples mecanismo de ajuste de taxas, no qual o govêrno teria uma posição meramente normativa, ao lado de instituições privadas de auto-regulação, isto é, NASDAQ, no Mercado de Balcao dos Estados Unidos.

Para uma compreensão do papel possível do Mercado de Capitais nos países subdesenvolvidos, tem-se que considerar, desde logo, um sistema bem mais sofisticado em seus mecanismos reguladores, cujo diagrama de fluxos acha-se ilustrado na figura 4 , em que o Mercado de Capitais não mais é visto como simples mecanismo automático, mas, sim, como resultante da superposição de um sistema dêste tipo e de um sistema corretivo, inclusive operacional, e não só meramente normativo, de responsabilidade governamental.

As características essenciais dêsse nôvo sistema acrescidas às anteriores, seriam:

a) distinção preliminar de três tipos de emprêsas: emprêsas sob contrôle governamental, emprêsas privadas nacionais e emprêsas estrangeiras, como base à discriminação a ser feita quanto à política de aplicações de instituições financeiras não-bancárias governamentais;

b) o govêrno contaria com instituições financeiras não-bancárias sob seu contrôle direto (IFNBG), buscando fundos no próprio orçamento governamental, no sistema financeiro internacional e, o que é importante, mais qualitativa do que quantitativamente, no próprio setor famílias , para aplicação exclusiva nas emprêsas nacionais (estatais ou privadas), no sentido de compensar as vantagens comparativas das geralmente macro emprêsas estrangeiras;

c) o govêrno contaria ainda com um nôvo instrumento de regulação, "Fundo Governamental de Regulação" atuando, tanto no Mercado Primário (refinanciando ou garantindo a colocação de emissões de responsabilidades do IFNBP e excep-

FIGURA – 4

ESTRUTURA DE FLUXOS NO MERCADO DE CAPITAIS
ESTRUTURA SOFISTICADA PRÓPRIA PARA PAÍSES SUB - DESENVOLVIDOS.
GOVÊRNO AUTORIDADES FINANCEIRAS
FUNDOS ORÇAMENTAIS
FUNDOS ORÇAMENTAIS OU DO B. CENTRAL
SUPERVISÃO NORMATIVA E FISCALIZADORA
E COORDENAÇÃO DA AÇÃO OPERACIONAL GOVERNAMENTAL
AÇÃO REGULADORA DO MERC. PRIMÁRIO (REFINANCIAMENTO)
INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS NÃO BANCÁRIAS PRIVADAS
INST. FINANC. NÃO BANCÁRIAS DO GOVÊRNO FED. E EST.
FUNDOS GOVERNAMENTAIS DE REGULAÇÃO PRIMÁRIA E SECUNDÁRIA
AÇÃO REGULADORA DO MERC. SECUNDÁRIO (INCLUSIVE MANUT. DE LIQUIDEZ)
ATIVOS EMITIDOS PELAS INST. FINANC.
CRÉDITO A LONGO PRAZO
CRÉDITO A LONGO PRAZO
ATIVOS EMITIDOS PELAS INST. FINANC. GOV.
MERCADO SECUNDÁRIO
EMP. SOB. CONTRÔLE GOVERNAMENTAL
EMP. PRIVADAS NACIONAIS
EMP. PRIVADAS ESTRANGEIRAS
AÇÃO (HOLDING)
ATIVOS EMITIDOS PELAS INST. FINANC.
CRÉDITO AO CONSUMO
FAMÍLIAS
AÇÕES
DÍVIDA PÚBLICA
GOVÊRNO (TESOURO)

cionalmente dos IFNBG) e atuando, também, no Mercado Secundário, diretamente, para prevenir especulações indesejáveis, e principalmente a manutenção de níveis mais estáveis de liquidez, que, por sua vez, contribuem essencialmente para a regularidade dos fluxos primários. Tal fundo se alimentaria de recursos do TESOURO NACIONAL, ou de Bancos Centrais, ou ainda, se possível, de fundos de origem externa, a longo prazo;

d) à ação normativa e fiscalizadora do govêrno, como autoridade financeira, se juntaria o papel de coordenação de atividade operacional do govêrno, coordenação das funções dos IFNBG, do "Fundo Governamental de Regulação", da emissão da dívida pública e das emissões das emprêsas sob contrôle direto governamental.

É sôbre esta última concepção estrutural do sistema de Mercado de Capitais que procuraremos avaliar as suas potencialidades nos países subdesenvolvidos.

As possíveis contribuições do Mercado de Capitais, segundo os quatro grandes objetivos governamentais, podem assim ser resumidos:

a) com relação aos objetivos de regulação a curto prazo, em princípio, o Mercado de Capitais não deveria ter, praticamente, nenhum papel direto e, segundo o ponto de vista da ortodoxia, são bastante os instrumentos monetários.

   Entretanto, se fôr insuficiente ou, malgrado a política monetária, a economia estiver passado por fase aguda de depressão, o Mercado de Capitais pode deixar de funcionar segundo seus fins precípuos de alocação setorial, e funcionar a curto prazo, promovendo uma variação rápida do endividamento de algum setor, cuja demanda deva ser estratègicamente acionada. Êste, em parte, parece ter sido o caso brasileiro dos últimos anos da década de 70, em que o Mercado de Capitais pouco contribuiu para a superação das anomalias setoriais no esquema produtivo, mas apenas promovendo a recuperação de alguns setores de bens de consumo (crédito ao consumidor) e possibilitando um aumento substancial da dívida pública para sustentar a demanda governamental, sem graves pressões inflacionárias.

   Indiretamente, a fase de implantação do Mercado de Capitais, na qual recursos foram canalizando por via dos incentivos, de um lado, e, de outro, da pressão fiscal e fazendo com que grande parte do dito mercado invisível viesse canalizar-se para o Mercado Financeiro regular, veio aumentar a eficácia da política monetária, que passou a ser bem menos perturbada pelos movimentos financeiros não controlados.

   Aliás, como vimos no item 3.1.5., grande parte dos pro-

blemas de ajuste a curto prazo tem seus agravantes em anomalias setoriais e, portanto, ao mesmo tempo que se pensar na melhoria da eficácia regulativa governamental a curto prazo, dever-se-á principiar a correção das referidas distorsões, para o que em parte o Mercado de Capitais, de alguma forma, contribui ;

b) com relação aos objetivos de alocação setorial, o Mercado de Capitais pode trazer contribuições relevantes. A pura e simples institucionalização do mercado em moldes tradicionais, não seria suficiente.

Em primeiro lugar, dever-se-ia optar pela forma mais sofisticada, aludida no início dêste item, em que ressaltam, entre outras medidas uma definição clara do papel do govêrno, particularmente de suas funções operacionais, pela integração dos bancos de fomento governamentais no mercado e a instituição de um fundo regulador para as emissões primárias e para a manutenção da estabilidade dos níveis de liquidez do mercado.

Enfatize-se, mais uma vez, a necessidade de um combate sistemático que minimize os mercados invisíveis.

Outra medida de refôrço seria a aceleração do processo de criação de quadros técnicos, na intermediação privada e governamental, a fim de tornar possível e mais rápida a alocação pretendida, que então far-se-ia mais em função do potencial de gerar renda (que de outra forma reflete as necessidades externas de recurso) e menos em função do patrimônio acumulado dos empresários;

c) com relação aos objetivos de eficiência micro, o Mercado de Capitais, ainda que não das mais relevantes,apresenta algumas possibilidades de contribuição. Uma direta, criando pressões sôbre intermediários financeiros em suas decisões de financiamento, por fôrça dos critérios instituidos, seja por autodeterminação, seja por via normativa governamental; outra implícita, pela pressão de acionistas sôbre as administrações empresariais.

Outros aspectos a considerar é a remuneração parcial dos administradores, tanto das emprêsas privadas, como das governamentais, feita com ações ou opções de compra dessas ações, as quais teriam negociação especialmente regulamentada, de modo que tais administradores sejam motivados para um desempenho mais eficientes das emprêsas sob suas rédeas.

Poder-se-ia ainda sofisticar tal expediente, instituindo para emprêsas governamentais (e servindo isso como exemplo ao setor privado) um sistema de acesso na hierarquia administrativa vinculada à propriedade de parcelas mínimas pré-estabelecidas de capital de risco, função de cada nível. Não é necessário comentar o poder motivacional dêste tipo de mecanismo.

Finalmente, o Mercado de Capitais, oferecendo instrumentos diversificados quanto à prazos, formas de rendimento e liquidez, pode propiciar às emprêsas uma estrutura de passivos mais fàcilmente adaptável às variações das condições de mercado, tanto de insumos, como de produtos. Além disso, permitir-se-á que as emprêsas programassem, a médio e longo prazo, suas estruturas de ativos reais x ativos financeiros, evitando inoportunas acumulações de ativos reais ou excessos de ativos líquidos, não remunerados;

d) com relação ao objetivo de aumento do nível de ativos produtivos, na economia global, embora tema controvertido, é possível que uma campanha sistemática motivacional, e mecanismos de incentivos visando principalmente às altas camadas médias urbanas, venha atuar no sentido da limitação do ritmo de acréscimo do seu consumo, induzindo-as a transferí-lo ao futuro, venha ter resultados.

Entretanto, de uma coisa podemos ter certeza: que um Mercado de Capitais organizado, apresentando níveis de liquidez estáveis, embora condição não suficiente, será necessária para que resultados positivos possam ser alcançados por aquelas providências.

4. A ESTRATÉGIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS

Neste capítulo final, trataremos em grandes traços a estratégia desenvolvida no Brasil para a implantação de um Mercado de Capitais interno, seguindo-se um balanço parcial dos resultados até aqui alcançados em relação aos objetivos governamentais, terminando com breves considerações sôbre o que pode ser generalizado com respeito a esta experiência.

4.1. A Estratégia Brasileira

4.1.1. A Intenção Explícita

Em 1964, após o movimento institucional que alterou os rumos da vida política brasileira, o nôvo govêrno decidiu a criação de um Mercado de Capitais no País.

Sendo irrelevante buscar-se o por quê dessa decisão, no âmbito dêste capítulo, é-nos bastante constatá-la, explìcitamente em grande número de documentos oficiais e pronunciamentos de autoridades governamentais.

Contudo, tal propósito estava marcado pela conjuntura que, então, se atravessava, o que, em parte, justifica alguma falta de generalidade na enunciação dos objetivos que se pretendia alcançar.

4.1.2. Um Passo Necessário: Institucionalização do Mercado

Decorrência da intenção explícita, impunha-se

propugnar pela implementação do pretendido mercado.

4.1.2.1. O Esquema Lógico Inicial

Dentro da filosofia econômica que, à época, animava o govêrno, foi pensada a criação de um sistema, estruturando-se-o com suas diversas instituições, a partir da transformação daquelas já existentes e da implantação de outras julgadas necessárias e ainda inexistentes.

Ao mesmo tempo, alguns instrumentos seriam igualmente reformulados e outros criados, para que tal estrutura pudesse funcionar.

Paralelamente, seria dado ao sistema um impulso motivacional que, uma vez colocando-o em movimento, teria cumprido sua finalidade. Êste impulso motivacional obter-se-ia por via de incentivos de natureza fiscal, relativos bàsicamente ao impôsto de renda incidentes sôbre os rendimentos de pessoas físicas e jurídicas.

Segundo tal esquema, o aparecimento de um mercado ativo seria decorrência natural de sua existência; questão de tempo, após o impulso motivacional.

4.1.2.2. A Implementação

Montagem do Quadro Institucional

Para a montagem institucional, a linha de ação seguida pode ser descrita a partir da verificação da existência de uma flexibilidade tática no tempo e uma flexibilidade substantiva normativa.

Os instrumentos legais previstos para essa montagem institucional, estavam dispostos em taxionomia hierarquizada, composta de cinco tipos: leis, resoluções, circulares, comunicados e cartas de gerência. Do ponto de vista das fontes de poder das quais emanariam êsses instrumentos, as leis teriam origem no Congresso (ou no Poder Executivo - que tem funções legislativas, em face da nova ordem constitucional), as Resoluções, no Conselho Monetário Nacional e as Circulares, os Comunicados e as cartas de gerência, no corpo executivo do Banco Central.

A flexibilidade tática no tempo, a que nos referimos, permitiu que fôsse feita uma regulamentação progressiva, isto é, não se definiriam normatividade para abranger todos os aspectos do sistema, a um só tempo. Pelo contrário, seriam baixados atos normativos à medida que se fôssem clarificando as áreas que exigissem regulamentação. O nível de detalhamento dessa regulamentação seria, também, obtido dentro da mesma sistemática.

Assim, por exemplo, a Lei 4728, de 14 de julho de 1965, estabeleceu o princípio da reforma básica das Bôlsas de Valores. O detalhamento dessa reforma só veio a ser estabelecido em outubro de 1966, através de Resolução do Conselho Monetário Nacional. Durante êsse intervalo de tempo, foi possível um diálogo entre os órgãos do govêrno e os interessados nas Bôlsas de Valores. Êsse diálogo trouxe maior eficiência ao processo, por trazer a minimização das resistências das áreas atingidas por mudanças.

A flexibilidade substantiva normativa, a que aludimos, propiciou a efetivação de modificações, incidentes sôbre as regulamentações baixadas e cujos efeitos trouxeram superveniência de problemas passíveis de nova solução.

Estas táticas foram de capital importância para a obtenção de um esquema concreto, efetivamente diferente do esquema lógico inicial, como veremos adiante.

A Estrutura do Sistema

Ao tratarmos da estrutura do sistema do Mercado de Capitais, cujo quadro institucional delineamos acima, é necessário dizer que consideraremos, quando fôr oportuno, a existência de dois sub-sistemas: um, em que será excluído o mercado de financiamento da habitação, e outro que compreenderá as instituições do mercado de financiamento da habitação.

Tal subdivisão se constata, concretamente, como tendo sido intenção do govêrno, manifesta na criação de dois bancos de segunda linha, mais ou menos independentes, um para cada sub-sistema: o Banco Central e o Banco Nacional da Habitação.

As Instituições

As instituições integrantes do sistema são as seguintes:

a) Sociedades Anônimas de Capital Aberto

Foram estabelecidas pela Lei do Mercado de Capitais (4728, de 14-7-1965) que, contudo, dentro da flexibilidade tática no tempo já aludida, transferiu ao Conselho Monetário Nacional a responsabilidade de fixar, periòdicamente, as condições legais a que deveriam elas se sujeitar. Assim, tivemos condições que vigiram até dezembro de 1968 (as estabelecidas pelas Resoluções 16 e 26 do CMN), oportunidade em que foi baixada a Resolução nº 106, que fixou o critério do número mínimo de acionistas que deveriam possuir uma parcela mínima do capital em ações com direito a voto; foi também considerada a localização geográfica da emprêsa (função das áreas géo-econômicas do País e o montante de seu capital. Outro aspecto relevante é o que diz respeito ao progressivo crescimento do número de acionistas, ao longo do tempo, e a maior percentagem das ações que deveriam êles possuir (limitados aos 49% do capital social). Estas condições estão atualmente em vigor;

b) Sociedades Anônimas de Capital Autorizado

Forma jurídica que permite maior flexibilidade nos aumentos do capital social;

c) Bôlsas de Valores

Instituições que sofreram transformação essencial em suas estruturas, que eram rìgidamente fechadas;

d) Sociedades Corretoras

Que foram criadas em decorrência da transformação das Bôlsas de Valores e em substituição aos antigos corretores oficiais de fundos públicos, que como tais, desapareceram;

e) Bancos de Investimento

f) Sociedades Distribuidoras

g) Sociedades de Crédito, Financiamento e Inventimento

Instituições que já existiam desde a segunda metade da década de 50, mas que sofreram importante transformação a partir do final de 1968, quando passam a ser dirigidas para o crédito ao consumo exclusivamente (até então, operavam em faixas de crédito ao consumidor e em financiamento de capital de giro às emprêsas);

h) Sociedades de Crédito Imobiliário

Instituições que atuam no financiamento de habitações.

Os Instrumentos

Os instrumentos - criados uns, modificados de alguma forma outros e já existentes - utilizados para funcionamento do sistema estruturado foram os seguintes:

a) Ações

que em consequência do incentivo que passam a receber e da nova posição estratégica que passam a ocupar, bem podem ser considerados instrumentos transformados;

b) Debêntures

que também entram na linha das primeiras preocupações dos integrantes do sistema, em consequência da importância que devem ter na estrutura de financiamento do passivo das emprêsas;

c) Debêntures conversíveis em ações

instrumentos criados para propiciar oportunidades de captação de recursos àquelas emprêsas que não tivessem condições de colocar ações junto ao público investidor e que ao lado dêstes últimos propiciavam uma aplicação com maiores possibilidades de rendimento, porém limitada nos riscos;

d) Certificados de Depósito

e) Quotas de Fundos Mútuos de Investimento

f) Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional

instrumentos de emissão do govêrno, destinados basicamente a financiar os "deficits" de caixa do Tesouro;

g) Letras de Câmbio

instrumento específico das operações das Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento;

h) Letras Imobiliárias

instrumento específico das operações das Sociedades de Crédito Imobiliário, transacionadas, portanto, no sub-sistema de financiamento habitacional;

i) Cadernetas de Poupança

instrumentos, igualmente, de atuação no sub-sistema de financiamento habitacional .

4.1.3. Os Incentivos

Preliminarmente, devemos fazer referência a um desincentivo concretamente limitativo do funcionamento de um Mercado de Capitais: a inflação vigorante à época.

Cumpria a utilização de um mecanismo corretivo de tal situação. Êste mecanismo foi a correção monetária, que funciona como verdadeira supressão do desincentivo.

É, efetivamente, em parte por decorrência da existência da correção monetária que os incentivos irão ter possibilidade de atuação.

4.1.3.1. Decreto-Lei 157

Êste instrumento de incentivo, criado em fevereiro de 1967, tem significativa importância no processo, também como consequência da flexibilidade tática a que já aludimos linhas acima. Por êle, tenta-se uma atuação nos dois sentidos: de um lado motivando as emprêsas a recorrer ao Mercado de Capitais captando recursos de uma forma que, em geral, sua situação financeira não favorecia e de outro, motivando o investidor potencial, contribuinte do impôsto de renda, com a possibilidade de uma aplicação a custo zero, em troca apenas de criar-lhe um hábito.

Em síntese, êste decreto-lei estabelecia que, ao contribuinte, pessoa física, do impôsto sôbre a renda, ficava facultado deduzir 12% do impôsto de renda devido (inicialmente, 10%) para aquisição de certificados de compra de ações (às pessoas jurídicas permitia-se 5% de dedução, no 1º ano de vigência do instituto legal em causa, passando a ser 3% no segundo ano e 1% no terceiro ano, quando cessava o incentivo para as pessoas jurídicas). Êsses recursos eram destinados aos

fundos fiscais constituídos por instituições financeiras prèviamente autorizadas, para tal fim específico, pelo Banco Central.

As emprêsas interessadas na captação dêsses recursos deveriam obter registro específico junto ao Banco Central, obrigando-se a aplicar os recursos captados, exclusivamente, para financiarem suas necessidades de capital de giro.

Vê-se assim, que dois objetivos eram visados: de um lado, um objetivo assistencial (atender às necessidades de capital de giro das emprêsas); de outro lado, um objetivo emulativo: permitir ao contribuinte do impôsto sôbre a renda tornar-se acionista de emprêsas.

Uma complexa problemática nasceu em tôrno dêsse instrumento, face à própria incompatibilidade dos objetivos visados: atender a emprêsas sem capital de giro (com suas rentabilidades prejudicadas grandemente, portanto) e estimular investidores a se interessarem pela condição de acionistas (de emprêsas em tais condições).

A flexibilidade substantiva normativa, porém, a que já nos referimos vai permitir uma correção nos rumos dos objetivos pretendidos pelo Decreto-lei 157, desviando seus recursos (paralisados, por falta de aplicação rentável do ponto de vista dos administradores dos fundos fiscais) para aplicação em ações negociadas nas Bôlsas de Valores (o que, originalmente, não era cogitado no texto do decreto-lei - era, até mesmo, proibido, de vez que havia referência expressa a emissões primárias).

Êste fato constitui-se em um ponto importante da estratégia, como se verá mais adiante.

4.1.3.2. Incentivos Relativos ao Impôsto de Renda para os nvestidores

A Lei do Mercado de Capitais (4728, de 14 de julho de 1965, estabeleceu incentivos específicos para investidores que fizessem aplicações de recursos em determinados ativos financeiros. Assim, delimitadas percentagens do volume de recursos aplicados poderiam ser excluidos dos rendimentos sujeitos a impôsto. Vale a pena citar os mais importantes:

- 30% dos recursos aplicados em ORTN;
- 30% dos recursos aplicados em ações de sociedades anônimas de capital aberto;
- 30% dos recursos aplicados em Letras Imobiliárias;
- 15% dos recursos aplicados em quotas do Fundos Mútuos de Investimento.

Cumulativamente, os rendimentos gerados por essas aplicações (até determinados limites, limites ês ses corrigidos em seus valores de ano para ano, de acôrdo com os índices de correção monetária - calculados conforme os níveis da inflação) ficavam, também, excluidos da incidência do impôsto sôbre a renda. Obviàmente, todos os abatimentos dos rendimentos tem - um limitante superior (50%).

4.1.4. Algo Importante que fôra Esquecido

Fato concreto é que, montado o quadro institucional e estabelecida a sistemática do impulso motivacional, o sistema não caminhou com a espontaneidade admitida a princípio. Outros instrumentos foram criados e acionados, com grande flexibilidade, para que um funcionamento ao menos satisfatório fôsse obtido.

É bastante, a êsse propósito, citar-se o próprio fato do Decreto-lei 157, criado em 1967, já com o sistema inicial montado e, pràticamente inerte.

A ação governamental, que aqui enfocamos, visou trazer recursos para dentro do sistema, em perseguição a seus objetivos explícitos, de fazer funcionar o Mercado de Capitais já institucionalmente criado.

Vejamos essa ação.

4.1.4.1. Ação Administrativo-Fiscal

Processou-se, a partir do final de 1968, após importante mudança constitucional, consubstanciada no Ato Institucional nº 5, datado de 13 de dezembro de 1968, e que ofereceu as condições políticas necessárias à introdução de uma série de alterações de profundidade no sistema financeiro do País.

Especìficamente, quanto a êste item, foram baixados decretos-leis (atos emanados diretamente do Presidente da República e, à época, não sujeitos à apreciação do Legislativo - fechado por consequência das condições políticas) que se destinaram a pressionar - forte e decisivamente os mercados invisíveis, provocando canalização de recursos para o Mercado Financeiro visível e sujeito a contrôle.

As notas promissórias relativas a empréstimos pessoais (e até então livremente transacionadas por fora do contrôle governamental) passaram a ter exigência de registro obrigatório, sob pena de tornarem-se improtestáveis jurìdicamente.

Uma vigorosa campanha de fiscalização da sonegação de impostos foi realizada, com atos de prisão ostensiva de muitos transgressores.

4.1.4.2. Ação de contrôle

Essa ação apresenta dupla natureza. De um lado, ela se faz não operacionalmente, por via normativa, em diferentes níveis. De outro, ela se pretende exercer operacionalmente, através de mecanismos instituídos para uma presença permanente e duradoura no sistema, com efeito regulador.

No primeiro caso, tivemos a intervenção recaída sôbre o fator liquidez. Foi a mudança de rumos estabelecidos para o Decreto-lei 157. Como vimos, os objetivos antagônicos dêste instrumento provocou o aparecimento de uma complexa problemática: o govêrno, manipulando-o segundo a flexibilidade tática aludida, vai canalizar seus recursos para o Mercado Secundário, provocando aumento da liquidez dos títulos transacionados em Bôlsas de Valores.

No primeiro caso ainda, vemos a ação de contrôle do govêrno exercer-se suasòriamente sôbre as operações a têrmo, nas Bôlsas de Valores, com o propósito de coibir certas atividades especulativas indesejáveis.

No segundo caso, relativamente à ação operacional, referimo-nos à criação do FUNCAP (para o qual existem recursos financiados a longo prazo por organismos estrangeiros), com o qual o govêrno disporá de um instrumento institucionalizado presente no sistema e exercendo ação efetivamente reguladora de seu funcionamento.

4.1.5. O Esquema Lógico, de Fato, Resultante.

De fato, diferentemente do que a princípio estivera explìcitamente estabelecido, o esquema lógico resultante não se limitou à criação de um quadro institucional, com um posterior impulso motivacional.

Numa primeira fase o esquema enriqueceu-se com uma pressão no sentido de canalização para o mercado de fundos provenientes de um mercado invisível já que a simples motivação,do outro lado, como não poderia deixar de ser, fôra insuficiente. Finalmente o esquema vem completando-se com a montagem de um sistema regulador de responsabilidade governamental atuando tanto no mercado primário como no secundário.

Deixamos, aqui, de descrever mais detalhadamente êsse esquema resultante, apenas mencionando-o, por já estar êle suficientemente tratado no fim do Capítulo 3 dêste trabalho.

Releva referir, contudo, que foi exatamente essa experiência brasileira que serviu de base para a generalização alí procedida.

4.1.6. Fases do Processo

É importante enfatizar que nem tudo, nessa experiência cuja estratégia aqui analisamos, aconteceu simultâneamente.

Pode-se distinguir três fases bem distintas, ao longo do processo:

1a. - montado o quadro institucional e sistema de incentivos (inclusive correção monetária) não se foi mais longe e a razão talvez, que fôra o bastante para resolver o problema mais urgente do "deficit" orçamentário do govêrno, no esquema de combate à inflação.

Nada de muito relevante aconteceu nessa fase: os bancos de investimento não funcionam como tal; o Decreto-lei 157 traz tôda uma problemática (excesso de recursos depositados no Banco do Brasil à disposição das instituições financeiras administradoras dos fundos fiscais; incompatibilidade de objetivos) e as financeiras (nome genérico das Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento) mantêm-se operando no financiamento do capital de giro das emprêsas, agravando a situação de custos financeiros destas. O financiamento de emprêsas, a partir do Mercado Financeiro externo, via mecanismo da Instrução 289 (não passando pelo sistema financeiro interno), é buscado em razão do combate do "deficit" do balanço de pagamentos; ocasiona discriminação, inconvenientemente, às emprêsas nacionais.

2a. - A tônica, nessa segunda fase, é a ação administrativa fiscal, com a finalidade de trazer recursos para dentro do sistema. É óbvio que êsses recursos não foram "criados", mas trazidos de mercados por nós chamados de "INVISÍVEIS".

Ocorre o fato importante de forçar-se a especialização das financeiras para atuar no financiamento do consumo, o que se torna um foco de ativação da economia.

Nessa fase vai se dar o pleno funcionamento do Mercado Secundário - as Bôlsas de Valores atingem suas maiores idades.

Os Fundos Mútuos de Investimento apresentaram significativa expansão nessa fase.

Define-se o Decreto-lei 157.

Foi o bastante para resolver o problema mais urgente, que era criar focos de ativação da demanda,

3a. - Na terceira fase, têm finalmente início os lançamentos. Ocorre excessiva especulação, por falta de dosagem do Mercado Secundário em relação ao Mercado Primário.

O govêrno, então, passa a desejar firmemente uma ação reguladora, mais presente.

Pode-se verificar duas sub-fases, dentro desta terceira fase:

a) seria uma sub-fase na qual se vê o retôrno do Decreto-lei 157 às suas origens (hoje o montante de recursos dêsse sistema que podem ser aplicados em Bôlsas é o equivalente a 1/3 do total);

b) seria uma outra sub-fase, ainda em esbôço. É nessa que se dá a introdução da ação reguladora do govêrno, operacionalmente, por via do instrumento institucional (FUNCAP). Constata-se, aqui, que um problema estrutural ainda remanesce dentro do mercado: é a falta de recursos para papéis de renda fixa (debêntures), o que ocasiona dificuldades na estrutura de passivos das emprêsas, e que será um problema para os próximos anos.

4.1.7. Algumas Observações Finais

Duas observações finais queremos registrar, nessa análise da estratégia brasileira:

A primeira diz respeito à omissão aparente na institucionalização de uma nova lei de sociedades anônimas. Dissemos aparente, porque nos quer parecer que a Lei do Mercado de Capitais e algumas resoluções posteriores (as de números 39 e 88, para sòmente citar duas), fixaram condições para que se obtivesse as reformas estruturais necessárias naquelas emprêsas que se tornasse de Capital Aberto.

Concretamente, porém, a reforma da lei de sociedades - anônimas está sendo alvo de estudos que parecem intermináveis.

A segunda observação, é referente ao isolamento do BNDE. Sua não integração, desde o início do processo, no sistema parece-nos uma falha que teria, se não tivesse acontecido, evitado algumas das perturbações que o sistema sofreu, em benefício de sua eficiência maior e mais cedo obtida.

4.2. Balanço Parcial dos Resultados Alcançados

Se considerarmos que o processo de estabelecimento de um amplo Mercado de Capitais interno no Brasil ainda não atingiu nem mesmo um grau de relativa estabilidade institucional, e que sua fase decisiva ocorrerá nos próximos anos, concluir-se-á que ainda é muito cedo para fazer um julgamento final tanto de um ponto de vista estreito da eficiência na estratégia de sua implantação, quanto, e é o mais importante, de sua contribuição para a superação dos entraves ao desenvolvimento econômico, em particular, dos entraves estruturais que constituem seu aspecto principal.

De qualquer forma, não haveria momento melhor que o da realização de um SEMINÁRIO INTERNACIONAL SÔBRE MERCADO DE CAPITAIS E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO, para tentarmos um balanço parcial dos resultados até aqui alcançados.

Seguiremos, ainda mais uma vez o esquema das Partes 2 e 3 dêste trabalho, considerando isoladamente as contribuições diretas ou indiretas que o desenvolvimento do mercado deram à superação dos quatro grandes objetivos governamentais na área econômica.

a) Quanto aos objetivos de regulação a curto prazo

Embora não seja um sistema essencialmente voltado para as regulações de curto prazo, o Mercado de Capitais no Brasil, tendo começado sua trajetória numa conjuntura depressiva, permitindo uma rápida expansão da dívida pública que deu condições ao govêrno de manter seu nível de despesas, em particular, seus encargos relativos à infra-estrutura e ainda tendo propiciado uma rápida transferência de fundos famílias x famílias através de sistemas de crédito ao

consumidor, pode-se dizer cumpriu satisfatòriamente o que dêle se podia esperar. Ambos os processos citados ao lado de uma reorientação do sistema bancário foram peças fundamentais na reativação da atividade econômica no País, a partir de 1968, e que, a corrida para as exportações veio apenas reforçar já no correr do processo;

b) Quanto aos objetivos de alocação setorial

Justamente, em razão da situação conjuntural que o País atravessava não poderia ser muito o que se esperava do Mercado de Capitais, ainda incipiente em têrmos de melhoria alocacional. O que ocorreu nem é bem conhecido nem serviria de base para um julgamento.

De qualquer forma, levando-se em conta que em grande parte o mercado cresceu em detrimento de um sistema financeiro não institucionalizado e consequentemente fora de qualquer contrôle direto ou indireto das autoridades financeiras, cujas destinações eram totalmente ignoradas, pode-se concluir que o Mercado de Capitais se não propiciou a desejada melhoria alocacional pelo menos já dá condições para uma ação governamental nesse sentido.

Embora a culpa não caiba ao Mercado de Capitais, o que se observou nos anos recentes foi o agravamento de algumas distorções setoriais, ratificando e acumulando erros com soluções de curto prazo para problemas de ordem estrutural a que já aludimos em páginas anteriores;

c) Quanto aos objetivos de melhoria da eficiência empresarial

Já é possivel notar resultados positivos neste particular, à medida em que se aprimoram as equipes técnicas das instituições financeiras, inclusive das Bôlsas de Valores, que os órgãos do Banco Central passam a exigir informações mais precisas sôbre desempenho e projetos das emprêsas como condição de registro das emissões e que os acionistas minoritários começam a pressionar as administrações diretamente,nas assembléias gerais, ou indiretamente, julgando-as através de seus balanços e projetos, penalizando-as, quando o caso, por meio do próprio mecanismo de preços no mercado e finalmente, quando os acionistas majoritários passam a perceber que a manutenção de um nivel adequado de liquidez para seus títulos em mercado, lhes interessa sobremaneira e depende de uma regularidade no desempenho de suas emprêsas.

Paralelamente, não há dúvida, que as novas e diversificadas formas de endividamento, vêm propiciando às emprêsas uma melhor estrutura de passivo, que de al-

guma forma condicione sua estrutura de ativos e seus níveis de risco, o que traduz uma melhoria substancial quanto à sua adaptabilidade às condições de mercado e consequentemente de sua produtividade.

As observações são meramente qualitativas, mas revelam um sentido inequívoco;

d) Quanto ao objetivo de aumento da taxa de investimento produtivo

Os resultados disponíveis até o momento, incluindo estimativas para 1970 não revelam modificações significativas na taxa de investimento produtivo. Teremos que aguardar os resultados dos próximos anos para uma tentativa de avaliação da possível contribuição que teria sido proporcionada pela expansão do Mercado de Capitais, isolando, naturalmente, êste efeito dêste fator dos efeitos de muitas outras que poderão estar ocorrendo.

4.3. Considerações Finais - Um Esfôrço de Generalização

Vale a pena, a luz das observações do item anterior proceder a algumas generalizações que, de alguma forma poderão vir a ajudar aqueles que vierem tentar caminhos semelhantes. Não tem pretensão a uma lição, devem ser consideradas mais como uma autocritica, que, posta em têrmos gerais, manifestem acima de tudo uma vontade de solidariedade.

Em primeiro lugar, destacaremos os aspectos relevantes positivos dessa experiência:

a) evidencia se como um crescimento rapido do Mercado de Capitais pode ser obtido na maioria dos paises subdesenvolvidos sem um aumento proporcional da poupança global ou do deslocamento de outros mercados ja institucionalizados, mas sim, as expensas de um grande mercado "invisivel", ao qual não se costuma dar a devida importância;

b) evidencia-se que existe uma grande margem de manobra para melhorar a eficiência alocacional do sistema, sem recurso a pre apropriação, seja por via fiscal ou pelo recurso a inflação, ambos os processos exigindo condições politicas muito mais estreitas e de custos sociais imprevisiveis.

   Tanto na alinea "a" como na alínea "b" deve-se ter em mente a conveniência de balancear incentivos fiscais com rigor do fisco, a fim de minimizar as reações politicas naturais;

c) evidencia-se que é impossivel transplantar para os paises subdesenvolvidos as instituições dos mais desenvolvidos. Em particular que o Mercado de Capitais naqueles paises não pode ser considerado como um mecanismo automatico de alocação que se deixe tudo por conta das fôrças de mercado e de tão decantada "self regulation". É imprescindivel que a êste mecanismo se superponha um sistema de coordenação e contrôle - de natureza operacional e não meramente normativa e fiscalizadora.

   Isto implica considerar, desde logo, uma presença ubíqua do govêrno, seja como Autoridade Financeira, promovendo o aprimoramento institucional e impondo sua presença fiscalizadora, seja como TESOURO NACIONAL, financiando sua dívida pública, seja como intermediário financeiro não-bancário, através de contrôle dos Bancos de Fomento, integrados no mercado, podendo inclusive emitir titulos diretamente ao público, e, finalmente, seja como instituição reguladora, através de fundo de regulação, operando tanto no mercado primário, como no secundário, zelando pela manutenção dos níveis de liquidez.

que só conseguiremos responder nos próximos anos:

a) se é possível conseguir êxitos significativos nos mecamismos de alocação setorial, e ainda, a um custo razoável, por meio do Mercado de Capitais interno;

b) se o Mercado de Capitais pode proporcionar um aumento do nível de investimento produtivo interno financiado internamente, correspondendo a uma diminuição no ritmo de crescimento do consumo interno, em particular das altas camadas médias da população.

Teremos que esperar